

CENY MIRIAM RODRIGUES

GOVERNANÇA CORPORATIVA

Monografia apresentada ao Programa do Curso de Pós-Graduação do Departamento de Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, como requisito para obtenção do título de especialista em Controladoria.

Professor orientador: Sergio Bulgacov

Curitiba

2006

“A aprendizagem é um simples apêndice de nós mesmos; onde quer que estejamos, está também nossa aprendizagem”. William Shakespeare

LISTA DE QUADROS

Quadro 1	Comparação entre as abordagens por agência e custos de transação.	24
Quadro 2	Classificação da proteção legal dos investidores de acordo com a origem das leis.....	33

LISTA DE FIGURAS

Figura 1	O problema de agência dos gestores e a governança corporativa.....	17
Figura 2	Exemplos de relações de agência.....	22
Figura 3	Dinâmica de funcionamento da governança corporativa segundo o IBGC.....	39
Figura 4	Exigências para níveis de governança corporativa da Bovespa.....	42
Figura 5	Empresas listadas na Bovespa.....	43
Figura 6	Desconto dos investidores por falta de transparência e governança corporativa.....	44
Figura 7	O papel do conselho de administração no sistema de governança....	48

RESUMO

RODRIGUES, C.M. Governança corporativa.

O tema governança corporativa tem sido tratado com grande enfoque atualmente, principalmente quanto à discussão sobre a busca de maior proteção aos direitos dos investidores, através da obtenção de uma estrutura de governança ideal para as empresas, de forma a garantir que os acionistas obtenham o retorno adequado de seus investimentos. No Brasil, a partir do surgimento da necessidade de atração de capitais e fontes de financiamento, que foi acelerado pelo processo de globalização e privatizações de empresas estatais, as companhias começaram a preocupar-se com a adoção de melhores práticas de governança. Os preceitos teóricos da governança corporativa consistem em políticas que ofereçam ao acionista uma informação mais clara do posicionamento estratégico da empresa e das atitudes de seus administradores. A busca por uma estrutura ideal, assim como a adequação a padrões de governança corporativa que protejam investidores da expropriação, por parte de acionistas controladores ou administradores, visa contribuir para o desenvolvimento econômico e institucional do país. Dentre as principais iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento ao modelo de governança nas empresas no Brasil, destacam-se a reforma na lei das sociedades anônimas, a emissão de diversas cartilhas de recomendações de melhores práticas de governança corporativa, por entidades como: a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), com o intuito de incentivar a busca de mudanças na forma de atuação das empresas junto ao mercado de capitais. Em 2001, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) lançou a classificação de empresas em níveis diferenciados de governança corporativa, criando os Níveis 1 e 2 e o Novo Mercado de acordo com a adequação das companhias em termos de práticas de transparência de informações, atuação do conselho, estrutura de propriedade e garantia de direitos ao investidor minoritário.

Palavras-chave: governança corporativa, conflito de agência, desempenho e valor da empresa, estrutura de propriedade, conselho de administração.

SUMÁRIO

RESUMO.....	V
1 PROBLEMA DE PESQUISA.....	2
1.1 Introdução.....	2
1.2 Formulação da situação problema.....	4
1.3 Objetivos.....	6
1.4 Justificativa da pesquisa.....	6
1.5 Delimitação da pesquisa.....	8
1.6 Metodologia da pesquisa.....	8
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	10
2.1 Introdução.....	10
2.2 O conceito da governança corporativa.....	12
2.2.1 Princípios norteadores de uma boa governança corporativa.....	15
2.2.2 Mecanismos de governança corporativa.....	16
2.3 A teoria de agência.....	21
2.3.1 O problema dos contratos incompletos e a teoria da firma.....	23
2.3.2 A economia dos custos de transação.....	23
2.3.3 Comparação teoria da agência e dos custos de transação.....	24
2.4 Sistemas de governança corporativa no mundo.....	24
2.4.1 A governança corporativa nos Estados Unidos.....	25
2.4.2 A governança corporativa no Reino Unido.....	27
2.4.3 A governança corporativa na Alemanha.....	28
2.4.4 A governança corporativa no Japão.....	30
2.4.5 Comparação entre os sistemas de governança corporativa.....	31
2.5 A governança corporativa no Brasil.....	34
2.5.1 O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.....	38
2.5.2 A nova Lei das Sociedades Anônimas.....	40
2.5.3 A Bovespa e a criação do Nível 1 e 2 e o Novo Mercado.....	41
2.5.4 As ações da Comissão de Valores Mobiliários.....	44
2.5.5 As novas regras da Secretaria de Previdência Complementar.....	45
2.6 Conselho de administração e seu papel na governança corporativa.....	47
2.6.1 Composição do conselho de administração.....	49
2.6.2 Tamanho do conselho de administração.....	51
2.6.3 Funções do conselho de administração.....	52
3 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	54
3.1 Recomendações para trabalhos futuros.....	56
4 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	57

1. Problema de pesquisa

1.1 Introdução

Recentemente um assunto em particular tem se destacado entre os agentes envolvidos com o mercado de capitais brasileiros: a governança corporativa que está inserida nos debates acerca do tema de desenvolvimento do mercado de capitais nacional, com destaque para o mercado acionário e seu papel no crescimento econômico. A OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) destaca que o tema da governança corporativa tem um crescimento exponencial em termos de importância, pois com a privatização de boa parte das empresas estatais latino-americanas, a promoção do bem estar social e econômico fica cada vez mais a cargo do setor privado. (OCDE, 2003)

O desenvolvimento do mercado de capitais é fundamental para a expansão de economias saudáveis. Um mercado de capitais forte significa maior crescimento econômico e uma alternativa viável para financiar a expansão das empresas. Segundo Silveira (2002):

Na economia capitalista, as empresas que se utilizam do mercado de capitais possuem um papel essencial na criação de tecnologia, no aumento da produtividade e na geração de riqueza. O desenvolvimento do mercado de capitais, principalmente a partir do início do século XX, forneceu parte significativa do financiamento necessário para o crescimento das empresas privadas, propiciando um ambiente para o surgimento da chamada “grande corporação moderna”, na qual o papel do gestor da empresa passou a ser exercido não necessariamente pelo proprietário.

Barros (2000) ressalta que: “o fortalecimento do mercado de capitais é a forma mais eficiente de se evitar a desnacionalização da economia, na medida em que permite o crescimento e a conseqüente valorização de nossas empresas”.

As questões de governança corporativa ganharam maior relevância a partir do surgimento das modernas corporações, nas quais há separação entre controle e gestão. Segundo Silveira (2002):

Esta separação de papéis ocorreu como consequência da pulverização do controle acionário, que não poderia ser correspondida por uma pulverização semelhante do poder dentro das empresas. O processo de desenvolvimento do mercado de capitais e a consequente pulverização do controle das empresas foram mais rápidos e acentuados nos países que, entre outros fatores, oferecem maior proteção legal aos investidores por meio da existência e garantia da aplicação de um conjunto de leis e regras de mercado claras.

A separação da propriedade e controle entre acionistas e administradores, fez com que surgisse a necessidade de um alinhamento entre os interesses dos mesmos, a fim de fazer com que os executivos agissem no melhor interesse de todos os acionistas, maximizando a riqueza a partir do que foi investido. Nesse contexto a governança corporativa, pode ser definida como o conjunto de mecanismos internos que visam harmonizar a relação entre gestores e acionistas, dada à separação entre controle e propriedade. A inclusão de mecanismos internos, para o alinhamento dos interesses, se faz presente na atuação do conselho de administração, na remuneração dos gestores e na posse de ações por parte dos executivos. O tema está em destaque no meio acadêmico e corporativo. Principalmente a partir do final dos anos oitenta, com o aumento da participação ativa dos investidores institucionais e pequenos investidores individuais e a exigência crescente pela garantia de que os gestores da empresa agirão sempre de acordo com o interesse dos acionistas. Segundo Berle e Means (1984):

A grande separação entre propriedade e controle, mais o fortalecimento dos poderes de controle, fez surgir uma nova situação que exige uma decisão quanto ao emprego de uma pressão social ou legal que assegure o funcionamento da sociedade anônima, com vistas principalmente aos interesses dos “proprietários”, ou com vistas ao interesse de um grupo maior.

Os agentes reguladores de mercado recomendam às empresas a adoção de algumas práticas para o aperfeiçoamento da governança corporativa. Essas práticas estão descritas em diversos códigos de “melhores práticas de governança corporativa” os quais, visam criar mecanismos corporativos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivo) para harmonizar as relações entre acionistas e gestores e garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos investidores. Entre as principais práticas constantes na elaboração da maioria dos códigos de governança no Brasil e no mundo estão: a necessidade de uma participação ativa e independente do conselho de administração, a transparência no

fornecimento de informações estratégicas, a equidade de tratamento dos acionistas, a *accountability* (prestação de contas aos acionistas sobre os atos praticados pelos administradores no exercício de seus mandatos) e a responsabilidade corporativa.

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (2002):

Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.

Diversos estudos recentes indicam que empresas com uma estrutura de governança corporativa mais próxima aos princípios recomendadas pelos agentes de mercado obtenham melhores resultados e também sejam melhor avaliadas no preço das suas ações do que aquelas com uma estrutura de governança não tão adequada. Sob esta perspectiva, a presente pesquisa justifica-se dada à hipótese de que a adoção de uma estrutura de governança corporativa nas empresas pode afetar seu desempenho e valor de mercado.

1.2 Formulação da situação problema

O conjunto de mecanismos necessários para harmonizar a relação entre gestores e acionistas decorre da tentativa de resolução do problema de agência. Segundo Okimura (2003), os primeiros estudos referente à teoria da agência datam do início da década de 70, através de artigos de Spence e Zeckhauser em 1971 e Ross em 1973. Suas análises estão centradas no processo de remuneração dos administradores das empresas, com o objetivo de tentar conjugar os interesses daqueles com o interesse dos acionistas. A grande contribuição teórica para o referido tema, porém, só foi publicado em 1976 por Jensen e Meckling. Os autores desenvolveram uma fundamentação tratando dos inevitáveis conflitos de interesses entre acionistas, gestores, credores e funcionários de uma empresa. Segundo Jensen e Meckling *apud* Okimura (2003) uma relação de agência é definida como: “contrato onde uma ou mais pessoas (o principal) emprega uma outra pessoa (o

agente) para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente”.

O problema de agência ocorre quando o agente, que deveria agir sempre no melhor interesse do principal, age tendo em vista o seu melhor interesse, isto é, tendo em vista maximizar sua utilidade pessoal. Segundo Silveira (2002), “como não há conflitos de interesse possíveis quando o mesmo indivíduo acumula as funções de acionista e administrador, o problema de agência surge na medida em que a propriedade e controle se separam”.

Coelho (1994) diz que, para tentar unir as aspirações de agentes e principais, a teoria econômica da agência, indica o estabelecimento de contratos que possibilitem a divisão de riscos entre as partes. Na visão contratual, gestores e acionistas assinam um contrato, que deveria, inicialmente, identificar como seriam administrados os recursos da empresa. Assim, Segundo Silveira (2002), os acionistas podem, com estes contratos, monitorarem com mais afinco os gestores, concedendo algum incentivo para que estes atuem em favor daqueles.

Na maioria dos estudos sobre o problema de agência, constatou-se que as grandes empresas, dos países com fraca proteção legal aos investidores têm dificuldade de captação externa de recursos, sendo a maioria controlada pelo estado ou por famílias que as fundaram. Os estudos também demonstram que na maior parte do mundo, incluindo o Brasil, o problema de agência fundamental não é o definido por Berle e Means (1984) entre investidores externos e gestores, mas sim entre os pequenos investidores externos e os acionistas controladores, que possuem controle quase total sobre os gestores.

Nas duas situações onde figura o problema de agência, um dos principais mecanismos de governança corporativa é o conselho de administração. Ao conselho cabe a função de controlar a alta gestão, ratificando as decisões relevantes tomadas e monitorando a gerência. Sob esta ótica, é de se esperar que empresas com um conselho de administração mais independente e ativo tendam a ter melhores resultados e, conseqüentemente, maior criação de valor para os acionistas.

Segundo Lodi (1988): “[...] com o amadurecimento do conselho, as suas responsabilidades básicas passaram a ser: a custódia de interesses dos acionistas, a determinação dos objetivos da empresa, a seleção de executivos, a segurança de estabilidade e crescimento a longo prazo, a segurança de que os planos principais garantam o cumprimento dos objetivos, a aprovação das decisões maiores, o controle dos resultados, a disposição dos lucros, capital e reservas, as fusões e aquisições”.

1.3 Objetivos

O objetivo do presente trabalho é descrever o conceito e a evolução da governança corporativa, abrangendo a iniciação do problema, formulado através do conflito de agência e relacionar a aplicação dos seus conceitos e das suas práticas, verificando as contribuições de sua implantação para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Mais especificamente os objetivos são:

- Relacionar as variáveis envolvidas no conflito de agência;
- Apontar as diferenças dos modelos de governança presentes no mundo;
- Identificar as características do modelo de governança adotado no Brasil;
- Levantar as contribuições que a estruturação do conselho de administração traz para a governança corporativa.

1.4 Justificativa da pesquisa

A governança corporativa é um tema que tem sido estudado por diversas áreas de pesquisa, envolvendo finanças, administração, contabilidade, economia e direito. O tema passou a ser discutido, de forma crescente, a partir do final da década de oitenta, tanto no ambiente acadêmico quanto corporativo. A busca da relação entre as características de governança corporativa e o valor da empresa, foco da maior parte dos estudos sobre o tema, parte do pressuposto de que a principal responsabilidade dos executivos é adicionar valor ao acionista. Segundo Rappaport (2001),

Avaliar a empresa com o intuito de gerenciá-la com base na evolução do seu valor é preocupação atual de praticamente todos os principais executivos, fazendo com que nos próximos anos a criação de valor para o acionista provavelmente se torne o padrão global para a mensuração do desempenho do negócio.

O pressuposto que a principal responsabilidade dos gestores de uma companhia é a geração de riqueza aos acionistas, contraria o chamado modelo de equilíbrio de interesses dos *stakeholders* (que são todos os públicos envolvidos com a companhia, como clientes, empregados, fornecedores, etc.) como principal objetivo dos administradores. A tentativa da maior parte das pesquisas sobre governança corporativa é descobrir uma estrutura mais eficiente de governança corporativa nas empresas, visando à minimização da diferença de sua avaliação atual de mercado comparativamente caso ela fosse administrada de forma perfeita. A percepção da estrutura de governança corporativa passa pelo entendimento da estrutura de propriedade da empresa, a qual afeta a composição do conselho de administração e as relações de agência.

A busca pela relação entre governança corporativa e valor das empresas pode ser considerada como uma área de pesquisa aprofundada em alguns países, tendo em vista o crescimento do número de estudos sobre o tema nos últimos anos. No Brasil, tanto os trabalhos teóricos sobre o tema como os trabalhos empíricos, com a busca quantitativa pelas possíveis relações, são ainda escassos e não conclusivos, justificando os esforços voltados para uma compreensão melhor sobre o tema.

À medida que o mercado de capitais se torna mais sofisticado e pulverizado, a discussão sobre o tema ganha mais destaque no âmbito corporativo. No Brasil, como demonstração da importância do tema, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) lançou em 2001 uma classificação de níveis diferenciados de governança corporativa das empresas, classificando-as em Nível 1 ou 2 de acordo com o grau de compromisso assumido pela empresa com relação a algumas práticas societárias. Também no Brasil, foi fundado, em 1995, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, com o objetivo de difundir o tema no país. Atualmente, entidades governamentais como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e a Secretaria de Previdência Complementar (SPC) consideram o aprimoramento das práticas de governança das empresas brasileiras algo fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

As atuais exigências, impostas pelos agentes reguladores, em torno da governança corporativa se justifica pela teoria de que o assunto é importante para o desempenho e valor das empresas. O entendimento da governança corporativa visa não somente ilustrar a discussão sobre melhorias marginais nas economias com mercado de capitais sofisticados, mas também contribuir para estimular mudanças institucionais profundas em locais deficitários. A compreensão e a adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras poderiam ser úteis para torná-las mais eficientes, desenvolvendo o mercado de capitais nacional.

1.5 Delimitação da pesquisa

A delimitação principal no presente estudo ocorre no campo teórico. A pesquisa está direcionada aos aspectos relacionados com o conflito de agência, compreendido como a possibilidade de expropriação da riqueza dos investidores pelos gestores em uma situação de separação de controle e propriedade. O assunto também é discutido quanto à possibilidade de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores em uma situação em que os acionistas controladores podem exercer poder sobre as decisões dos administradores.

Nos aspectos abrangidos sobre governança corporativa, dirige-se principal atenção às características do conselho de administração, como mecanismo importante para a minimização dos custos de agência como fonte de segurança para o aprimoramento das práticas de governança. O estudo não aborda mecanismos externos de governança, embora evidentemente influenciadores no crescimento das organizações e considerados como “forças de controle” sobre as mesmas.

1.6 Metodologia da pesquisa

A presente pesquisa classifica-se como descritiva, com aspecto essencialmente bibliográfico, elaborada através da leitura de livros, periódicos, revistas e outras fontes que oportunizem traçar os conceitos envolvidos com a governança

corporativa, as principais práticas adotadas no mundo e particularmente no Brasil e demais fatores relacionados ao tema na atualidade.

O assunto governança corporativa começou a ser discutido no ambiente corporativo em meados da década de oitenta. O principal motivador para o estudo do tema, segundo muitos autores, parte do pressuposto de que a responsabilidade dos administradores é, principalmente, gerar riqueza aos acionistas. No Brasil, a maioria das obras publicada data da década de noventa em diante e retratam principalmente a mudanças ocorridas na estrutura de propriedade e gestão das empresas brasileiras.

A evolução da governança corporativa é discutida por autores como Silveira (2002), Lethbridge (1997) e Scherer (2003) os quais retratam as causas que determinaram o crescimento e a adoção desta prática. Os autores ressaltam que o movimento surgiu nos Estados Unidos, após os diversos escândalos de abuso de poder e expropriação de riqueza dos acionistas, determinando assim sua expansão para o restante do mundo.

Autores como Lodi (2000) e obras da OCDE (2004) defendem como premissa de governança o melhoramento das relações existentes entre os envolvidos na estrutura organizacional, visando garantir a maximização dos resultados das empresas. Como complemento a CVM (2002), Siffert (1998) e Lameira (2001) dispõe sobre os mecanismos e as práticas que devem ser adotadas nas empresas para garantir a aplicação da boa governança.

Embora as definições pesquisadas sobre governança sejam diferentes na essência, trazem consigo a idéia de um melhor relacionamento entre os acionistas, conselheiros e administradores, com a finalidade de garantir a continuidade da empresa.

No âmbito de governança corporativa, os estudos indicam que o principal mecanismo, para garantir a gestão das empresas, é o conselho de administração. A literatura dirigida ao tema ressalta o importante papel que o conselho exerce para assegurar o controle de propriedade. Estudos sobre o conselho de administração

vêm explorando questões como sua formação, qualificação e número ideal de membros. Algumas das bibliografias consultadas apontam como a principal função do conselho o controle dos administradores e da gestão, apontadas nas idéias de Pound (2001) e Donaldson (2001). Outros trabalhos, como se verifica nas argumentações de Salmon (2001) e Lodi (1988), expandem essa função – o conselho deveria também servir de assessoria para os gestores, auxiliando na definição de estratégias mais eficazes e controlando sua implementação.

Das diversas hipóteses estudadas na literatura acadêmica, a maioria das pesquisas procura investigar uma estrutura eficiente de governança, tentando minimizar a diferença entre o valor de uma empresa administrada de forma eficiente e seu apreçamento no mercado. Na visão dos autores, a importância das formas de governança dá-se no sentido de desenvolver um quadro institucional nas corporações que aumente a capacidade de atrair investidores. A idéia predominante é que estruturas de governança contribuem para a competitividade das empresas na medida em que estimulam o aporte de capitais e institucionalizam mecanismos que permitam o controle e a contestação da ação dos administradores.

2. Fundamentação teórica

2.1 Introdução

As importantes alterações estruturais experimentadas pela economia brasileira desde o início da década de noventa, obrigaram as empresas a se adaptarem a um ambiente de negócios cada vez mais competitivo. Neste contexto, insere-se o tema mais comentado atualmente no mercado de capitais brasileiro: a chamada governança corporativa. Esta se constitui, basicamente, na aplicação de políticas que ofereçam ao acionista uma informação mais clara do posicionamento estratégico da empresa e das atitudes de seus administradores, de maneira que estes últimos tenham objetivos que caminhem conjuntamente com os objetivos dos acionistas.

A governança corporativa surge para tentar superar vários problemas existentes no mercado de capitais de todo o mundo. Uma das principais falhas que surgem nesses mercados é o chamado conflito de agência, que surge quando o titular de uma propriedade delega a um terceiro o poder de decisão sobre a administração da mesma. Porém, nem sempre os interesses do titular estão alinhados com os interesses do administrador, derivando tal conflito.

A discussão proposta pela governança corporativa é a criação de mecanismos internos e externos que assegurem que as decisões corporativas serão tomadas para obtenção dos interesses dos investidores, maximizando a probabilidade dos fornecedores de recursos obterem para si o retorno sobre seu investimento.

Como argumenta Carvalho (2000) “os mercados operam livremente, sem falhas, quando várias condições são cumpridas, dentre elas a disponibilização livre e gratuita de todas as informações relevantes às partes envolvidas nas transações”. Sob esta perspectiva, apesar dos executivos serem contratados para tomar decisões no sentido de maximizar a riqueza dos acionistas, eles muitas vezes acabam tomando decisões que maximizam sua utilidade pessoal, destruindo valor corporativo.

A fundamentação teórica da pesquisa se inicia na seção 2.2 com a discussão sobre a amplitude do conceito de governança corporativa, as melhores práticas sugeridas pelos agentes reguladores, os princípios fundamentais da boa governança e os mecanismos utilizados com a aplicação de seus conceitos.

No item 2.3 será desenvolvido o conceito da teoria de agência dos gestores, que é o principal problema de governança corporativa. Segundo esta ótica a empresa é visualizada como um ciclo de contratos e discorre-se sobre temas como: os direitos residuais de controle, formas de expropriação da riqueza e utilização de contratos de incentivo e contratos de dívida como forma de diminuição dos custos de agência.

Após o entendimento das questões relativas a governança corporativa, são apresentados na seção 2.4 os sistemas de governança corporativa presentes no mundo. Neste item, fundamenta-se a evolução do tema nos últimos anos, além da

apresentação comparativa entre os sistemas de governança corporativa presentes em alguns países.

Na seção 2.5, discuti-se a governança corporativa no Brasil, descrevendo o modelo geral de governança brasileiro e a evolução da discussão sobre o tema nos últimos anos, com ênfase nas iniciativas governamentais e institucionais para aprimoramento da governança das empresas brasileiras, como a nova lei das sociedades anônimas, os códigos de governança do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o lançamento dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa e as resoluções adotadas pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC).

A importância da estruturação de um conselho de administração eficaz como base na governança corporativa é discutida na seção 2.6. O órgão pode ser considerado como o principal mecanismo interno para a diminuição do problema de agência dos gestores. São descritas as principais responsabilidades do conselho e discutidas as maneiras como o órgão deverá se estruturar.

Com este estudo, pretende-se evidenciar que embora o conselho de administração seja o tema mais difundido nos trabalhos sobre governança corporativa, procura-se na fundamentação teórica mostrar como o assunto é bem mais amplo, envolvendo conceitos da teoria da agência, proteção legal aos investidores e estrutura de propriedade.

2.2 O conceito da Governança Corporativa

A governança corporativa, atualmente presente no mundo corporativo e acadêmico, decorreu de uma profunda mudança no ambiente empresarial e da necessidade dos gestores de se adaptarem a um novo perfil de investidores e dos demais parceiros sociais. “A expressão governança corporativa é compreendida como o sistema de relacionamento entre acionistas, auditores independentes e executivos da empresa, liderado pelo conselho de administração” (LODI, 2000).

Governança corporativa é a execução de uma gestão empresarial que respeita o interesse de todos os públicos que se relacionam com uma determinada empresa. A expressão governança corporativa é designada para abranger os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seu exercício e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados ao ciclo das sociedades.

A OCDE (2004) define governança corporativa como:

Um conjunto de relações entre os gestores de uma companhia, seu conselho de administração, seus acionistas e outros *stakeholders*. A governança corporativa também desenvolve a estrutura através da qual são estabelecidos os objetivos da companhia, os meios de obtê-los e as melhores formas de monitoramento. Uma boa governança corporativa deve propiciar adequados incentivos aos gestores para perseguirem objetivos condizentes com os interesses da companhia e seus acionistas. Deve, ainda, facilitar o monitoramento eficaz, encorajando as empresas a utilizarem seus recursos com mais eficiência.

Segundo Scherer (2003), o conceito de governança corporativa pode ser discutido através de duas maneiras distintas. A primeira é seguir uma linha de pensamento ortodoxa, que se preocupa, basicamente, com a questão de como assegurar aos investidores um retorno adequado de seus investimentos. Uma segunda forma é acompanhar a visão crítica em que a governança corporativa remete a repercussão das decisões de investimento da empresa sobre a sociedade.

Segundo Siffert (1998):

Governança corporativa diz respeito aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada empresa ou corporação, de tal modo que os administradores tomem suas decisões sobre alocação dos recursos de acordo com o interesse dos proprietários.

A CVM (2002) define governança corporativa como:

O conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade no tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Lameira (2001) a conceitua como, “o conjunto de mecanismos econômicos e legais que são alterados por processos políticos, objetivando melhorar a proteção dos direitos dos acionistas e credores (investidores de uma forma geral) em uma sociedade”.

Para Rabelo e Silveira (1999), fica evidente que o sistema de governança corporativa está intimamente vinculado com a estrutura de propriedade, a densidade e a profundidade dos mercados de capitais, as características do sistema financeiro e do ambiente legal de cada economia.

Rabelo e Silveira (1999) salientam ainda que: “um sistema de governança corporativa ideal, seria aquele que, minimizasse os custos de agência atuando em paralelo com um sistema de governança contratual que minimizasse os custos de transação”.

Alguns autores contemporâneos vêm adicionando outras dimensões importantes à questão da governança. Steinberg (2003) coloca que, “para muitos, governança é ainda algo meramente ligado à adequação a normas do mercado aberto de ações, direitos de minoritários, relatórios financeiros, regulamentos jurídicos e coisas assim”. Ele amplia o conceito de governança, baseando-se na idéia de que:

[...] é um engano imaginar que praticar boa governança implica quase somente acatar regulamentos. Governança tem tudo a ver também com qualidade da atitude e escala de valores no mais puro sentido humano. Daí alguns consideram que a boa governança depende de alinhar o pensamento entre acionistas, controladores e *stakeholders*.

Destaca-se da maioria dos conceitos estudados, que a governança corporativa, é um instrumento dedicado a estipulação de regras de conduta, a fim de permitir um relacionamento harmonioso, por meio da compatibilização dos interesses envolvidos. Essa união de interesses deve ser fundamentada na transparência das informações e no respeito às normas, sejam elas de mera orientação ou de fiscalização.

2.2.1 Princípios norteadores de uma boa governança corporativa

A empresa que opta pela boa prática da governança corporativa adota como linhas mestras à transparência nas informações, o tratamento igualitário de todos os acionistas, a prestação de contas dos seus atos ao público em geral e a responsabilidade corporativa.

Segundo a CVM (2002):

Quando investidores financiam companhias, eles sujeitam-se ao risco de apropriação indevida, por parte de acionistas controladores ou de administradores da companhia, de parcela do lucro de seu investimento. A adoção de boas práticas de governança corporativa constitui, também, um conjunto de mecanismos através dos quais investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia. Companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos.

A OCDE desenvolveu uma lista de princípios de governança corporativa e promove, periodicamente, mesas de discussão e avaliação do desenvolvimento da governança corporativa, o objetivo é dar abrangência, importância e visibilidade mundial ao tema. O Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional consideram a adoção de boas práticas de governança corporativa como parte da recuperação dos mercados mundiais, abatidos por sucessivas crises em seus mercados de capitais. Praticamente em todos os países surgiram instituições dedicadas a promover debates em torno tema.

O IBGC (2005) define, com maior clareza, os princípios norteadores de uma boa governança corporativa:

Transparência: mais do que a “obrigação de informar”, a Administração deve cultivar o “desejo de informar”, sabendo que da boa comunicação interna e externa, particularmente quanto espontânea, franca e rápida, resulta um clima de confiança, tanto internamente, quanto nas relações da empresa com terceiros. A comunicação não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, mas deve contemplar

também os demais fatores (inclusive os intangíveis) que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor.

Eqüidade: caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam do capital ou das demais “partes interessadas” (*stakeholders*), como colaboradores, clientes, fornecedores ou clientes. Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis.

Prestação de contas (*accountability*): os agentes da governança corporativa devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu e respondem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos.

Responsabilidade corporativa: conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das organizações (visão de longo prazo, sustentabilidade) e, portanto, devem incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações. Responsabilidade corporativa é uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a empresa atua. A “função social” da empresa deve incluir a criação de riquezas e de oportunidades de emprego, qualificação e diversidade da força de trabalho, estímulo ao desenvolvimento científico por intermédio de tecnologia, e melhoria da qualidade de vida por meio de ações educativas, culturais, assistenciais e de defesa do meio ambiente. Inclui-se neste princípio a contratação preferencial de recursos (trabalho e insumos) oferecidos pela própria comunidade.

2.2.2 Mecanismos de governança corporativa

Para Okimura (2003), após o processo de tomada de decisão ter sido delegado aos administradores profissionais, surgiu a necessidade de serem impostas restrições, que inibam o problema de agência, nas decisões importantes da organização. Essas restrições estão fundamentadas em alguns mecanismos de controle expostos por Fama e Jensen *apud* Okimura (2003), descritos a seguir:

1. hierarquia de decisão onde as iniciativas de decisão de níveis menores passariam acima primeiramente para ratificação e posteriormente para monitoração;
2. conselhos de administração que ratificam e monitoram as decisões mais importantes da empresa e contratam, demitem e compensam os administradores de níveis mais altos;
3. estruturas de incentivo que promovam monitoramento mútuo entre os administradores.

Esse ponto é reforçado por Silveira (2002), que subdivide esses mecanismos em internos e externos a empresa. A figura 1 demonstra com clareza, como a governança corporativa pode superar o problema de agência.

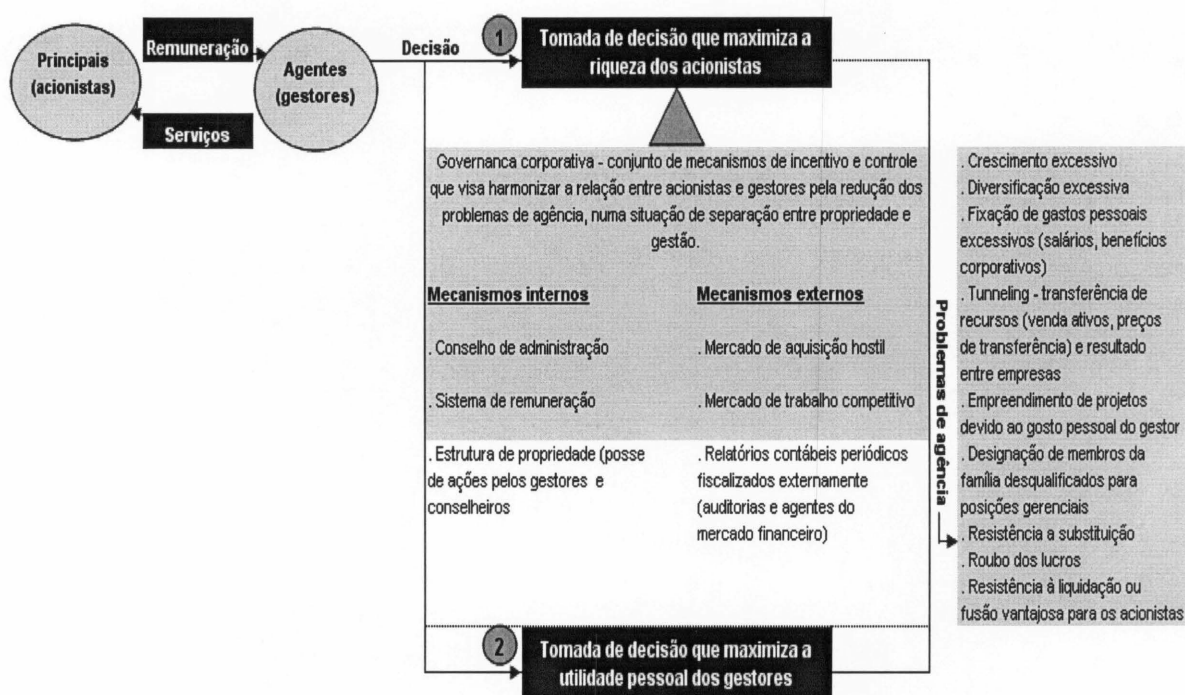


Figura 1: O problema de agência dos gestores e a governança corporativa.

Fonte: adaptado de Silveira, A.M. Governança corporativa, valor e desempenho da empresa no Brasil, FEA-USP (2002)

Segundo Jensen *apud* Okimura (2003) os mecanismos de governança podem ser classificados dentro de quatro categorias de “forças de controle” sobre uma empresa, os quais são:

- O ambiente legal, político e regulatório;
- O mercado de capitais e de fusões e aquisições;
- O mercado competitivo do setor de atuação;
- Os mecanismos internos.

As diversas forças de controle sobre uma empresa, serão estudadas apenas no âmbito interno da organização. Para o entendimento dos mecanismos internos é necessária uma análise individualizada dos seus componentes, os quais estão representados por: conselho de administração, estrutura de propriedade e políticas de remuneração.

2.2.2.1 Conselho de administração¹

Segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2002), o conselho de administração de uma empresa é constituído geralmente por indivíduos que são eleitos e designados pelos proprietários, para que, representem os interesses dos mesmos e monitorem os altos executivos da empresa.

Para Lodi (2000) “sua missão principal é a de proteger o patrimônio, garantir a maximização do retorno e agregar valor à empresa”. Basicamente, o conselho deve garantir os quatro princípios da governança corporativa.

Os conselhos de administração se tornaram mais ativos nos últimos anos e, boa parte dessa mudança, se deve à atuação mais intensa dos investidores institucionais. Segundo Lethbridge (1997), outra mudança que é creditada aos investidores institucionais, é a maior presença de conselheiros independentes nos últimos anos. Para Hitt, Ireland e Hoskisson (2002), isso se deve as pesquisas² que indicam que esses investidores estão dispostos a pagar mais por ações de empresas que tenham conselhos com estas características.

Silveira (2002) destaca o papel do conselho na minimização dos custos de agência e resolução de conflitos. Por isso, o conselho de administração pode ser considerado o principal mecanismo de controle interno de governança corporativa.

¹ O tópico conselho de administração será discutido com maior abrangência no item 2.6

² A McKinsey Company publicou estudo em junho de 2000 com investidores da Europa, América Latina e Ásia. Dos entrevistados 80% responderam que estariam dispostos a pagar mais por ações de empresas com boas práticas de governança corporativa. (Hitt, Ireland e Hoskisson, 2002).

2.2.2.2 Políticas de remuneração

Segundo Okimura (2003), a remuneração dos executivos dentro do contexto de governança corporativa tem se focado em dois aspectos: o nível de remuneração e o seu papel atrelado ao desempenho da empresa. Quando se utiliza a remuneração como mecanismo de governança corporativa tem-se como pressuposto que o administrador arriscará menos a perda de um emprego quanto maior for sua remuneração proveniente dele.

Desta forma, argumenta Okimura (2003), os administradores teriam maior incentivo a maximizar a riqueza dos acionistas se fossem recompensados proporcionalmente, e as formas deste tipo de remuneração poderiam ser através da propriedade direta de parcela de ações da empresa ou na forma alternativa de *stock options* (opção de ações), que são programas de incentivo de longo prazo que permitem aos funcionários comprar ações da companhia a um preço abaixo ao valor de mercado.

No entanto, alguns escândalos, ocorridos no mercado acionário americano, colocaram como problemática esse instrumento utilizado como mecanismo de governança corporativa. Segundo Gordon (2002), neste sistema, os executivos com maiores níveis de *stock options*, possuem grandes incentivos para manter um alto valor das ações a qualquer custo, incluindo fraudes contábeis, aumentando o risco da empresa e dos projetos em que investe.

2.2.2.3 Estrutura de propriedade

Segundo Okimura (2003), nas empresas com estrutura de propriedade concentrada, os acionistas controladores podem transferir recursos da empresa em benefício próprio. Essa atitude entrega aos acionistas minoritários os custos excedentes provenientes dessa operação.

No entanto, alguns autores consideram que a existência de propriedade pulverizada torna difícil um monitoramento mais eficiente dos administradores da empresa. Segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2002): “nas empresas com elevada concentração

de propriedade é maior a probabilidade de que as decisões estratégicas dos gerentes se destinem a maximizar o valor para os acionistas”.

Segundo Okimura (2003), a presença de grandes acionistas faz com que estes acabem absorvendo a maior parte dos custos de fiscalização dos administradores, pois os ganhos desta operação serão bem maiores que seus custos. Tal fato tem implicação direta na redução dos custos de agência da empresa.

Segundo Valadares (2002), esse ganho decorre dos chamados benefícios privados do controle. Os benefícios são exigências desses acionistas, devido ao excesso de risco e custo que estão implícitos no fato de deterem uma parcela maior do capital da empresa. Para tentar “compensar” o risco eles exigiriam um alto retorno do empreendimento.

Segundo Bebchuk *apud* Silveira (2002), quando os acionistas controladores pulverizam as ações da empresa eles acabam por abrir mão desses benefícios. Nos países em que a proteção legal dos acionistas pode ser considerada baixa, uma oferta pública de ações é ineficaz como mecanismo de pulverização do controle. O mais provável, é que, por meio desta, ocorra apenas à troca de mãos do controle da empresa, de um para outro acionista controlador. Na maioria das vezes, haverá alguma pessoa ou entidade interessada em incorporar benefícios privados do controle, oriundos do acionista controlador anterior.

Entretanto, outras visões discordam dos benefícios que a concentração de propriedade poderia trazer aos acionistas não controladores da empresa. Para Okimura (2003) a concentração de propriedade é fator determinante na expropriação de riqueza dos acionistas minoritários, acontecendo na forma de estruturas piramidais, propriedade cruzada ou emissão de ações sem direito a voto. Estas estruturas são explicadas pelo autor:

Estrutura piramidal é um mecanismo de controle através de níveis hierárquicos entre empresas. Já a propriedade cruzada é uma forma de proteger os acionistas controladores, que se usado em combinação com a emissão de ações sem direito a voto, tem a função de perpetuá-los no poder.

Nos países em que a proteção aos acionistas não é efetiva, a tendência é que os minoritários tenham parte de seus direitos usurpados pelos controladores (SILVEIRA, 2002).

2.3 A teoria de agência

Na teoria econômica tradicional, a governança corporativa avalia os instrumentos para superar o “conflito de agência”, presente a partir da separação entre a propriedade e a administração da empresa. O conflito surge quando o titular da propriedade delega ao administrador o poder de decisão sobre sua propriedade, o que acarreta o surgimento do desalinhamento de interesses entre ambos.

Segundo Silveira (2002):

A discussão sobre a necessidade de aprimoramento da governança corporativa nas empresas surgiu como resposta aos diversos registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores. Estes registros decorrem do problema de agência, que ocorre quando os executivos tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza dos acionistas. Assim, o entendimento do problema de governança corporativa passa pela compreensão de como ocorre o problema de agência nas empresas e de quais mecanismos poderiam ser empregados para sua diminuição.

A formalização da teoria de agência foi apresentada de forma abrangente por Jensen e Meckling *apud* Silveira (2002) que definem um relacionamento de agência como “um contrato entre uma ou mais pessoas – o principal – engajem outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente”. Segundo os autores, os problemas de agência provenientes do conflito de interesses são virtualmente existentes em todas as atividades de cooperação entre indivíduos, quer ela ocorra ou não em uma situação de hierarquia entre principal-agente. Esta relação pode ser visualizada na figura 2, a seguir:

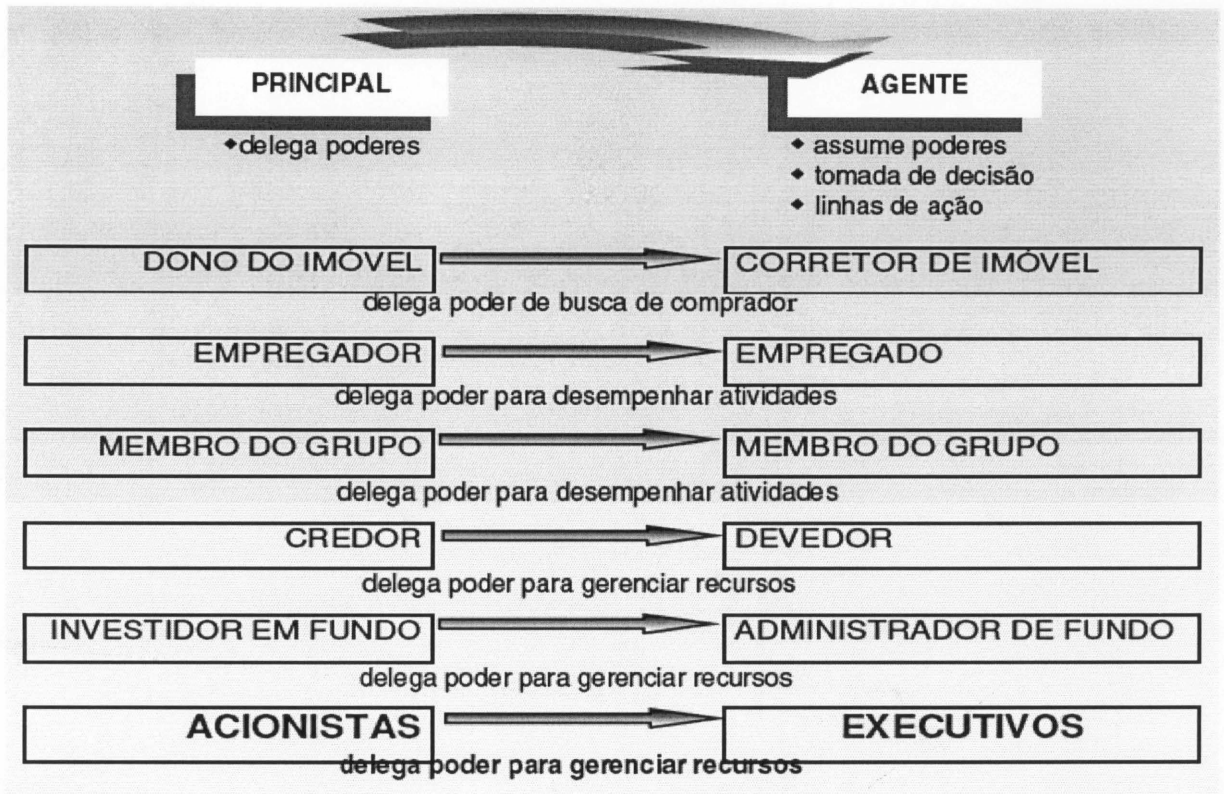


Figura 2: Exemplos de relações de agência
 Fonte: Adaptado de Kimura, Lintz e Suen (1998)

No caso da relação entre acionistas e gestores, os acionistas podem limitar as divergências monitorando as atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais apropriados a eles. Com isso, os acionistas incorrem em custos para alinhar os interesses dos gestores aos seus, que são chamados custos de agência. Segundo Jensen e Meckling *apud* Silveira (2002), os custos de agência são a soma dos:

- Custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
- Gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
- Gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;
- Perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Na relação entre acionistas e gestores, os custos de agência do tipo “perdas residuais” se manifestam de forma muito clara com algumas decisões não maximizadoras de riqueza tomadas pelos gestores.

2.3.1 O problema dos contratos incompletos e a teoria da firma

Dentro do contexto da teoria da agência, a solução para diminuir os custos de agência seria a elaboração e a estruturação de contratos completos (ou perfeitos) entre o principal e o agente. Entretanto, a previsão de todos os riscos contingenciais e redutores de custos não existem. Os contratos normalmente são incompletos devido à dificuldade de mensuração e especificação de respostas as variáveis na relação de trabalho.

Segundo Okimura (2003) “a impossibilidade de estruturar os contratos de forma perfeita torna o problema de agência baseado fundamentalmente na suposição de inexistência de contratos perfeitos”.

2.3.2 A economia dos custos de transação

A teoria sobre a economia dos custos de transação está baseada em quais situações as empresas decidem produzir para suas necessidades (integração vertical ou horizontal) ou em que momento vão em busca dessa solução no mercado. Segundo Okimura (2003):

A economia dos custos de transação questiona como se delimitam os limites da firma entre produzir ela própria seus insumos ou adquiri-los no mercado, decorrendo daí questões relacionadas ao escopo vertical que a firma deve assumir.

Siffert (1998) entende que a firma enquanto uma estrutura de governança tende a internalizar transações à medida que estas requerem ativos específicos. Da mesma forma que as transações diferem em seus atributos (frequência, incerteza, grau de especificidade), as estruturas de governança variam em seus custos de operação e competências, como por exemplo, a firma e o mercado. A questão seria alinhar as transações com as correspondentes estruturas de governança (hierárquica, contratual ou mercado), de modo a minimizar os custos de transação – ou seja, cada empresa teria então uma estrutura de governança própria.

2.3.3 Comparação da teoria da agência e dos custos de transação

Segundo Williamson *apud* Okimura (2003), apesar de vários estudiosos terem se colocado à frente das discussões sobre as teorias, poucas foram às respostas obtidas para a questão da diferenciação entre as abordagens teóricas, e muito menos se chegou relativamente a qual é correta ou adequada. O alinhamento de pensamento é que ambas seriam complementares, com alguns pontos em comum e alguns pontos diferenciais. Enquanto a teoria de agência foca a atenção nos agentes, a teoria da economia dos custos de transação tem uma atenção voltada para as operações da empresa. O quadro abaixo representa as convergências das duas teorias:

Quadro 1. Comparação entre as abordagens por agência e custos de transação

	Teoria de agência	Custos de transação
Unidade de análise	Indivíduo	Transação
Foco de custo	Perda residual	Imperfeição
Foco contratual	Alinhamento	Governança

Fonte: adaptado de Williamson *apud* Okimura (2003).

2.4 Sistemas de Governança Corporativa no Mundo

Conforme artigos de Lethbridge (1997) e Siffert (1998), os sistemas básicos de governança corporativa encontrados no mundo, podem ser distribuídos em três modelos: o anglo-saxão ou de proteção legal, vigente nos Estados Unidos e no Reino Unido; o modelo nipo-germânico, predominante na Europa Continental, Alemanha e Japão, e o baseado na propriedade familiar, prevalecendo no restante do mundo.

Siffert (1998), diz que o debate decorrente da governança corporativa ganha corpo quando se passa a associar esta ao desempenho competitivo das empresas. As posições em torno de qual sistema de governança corporativa seria o ideal sofre influencia direta da situação econômica do país no período em questão.

Existem diferenças acentuadas entre os melhores sistemas de governança corporativa no mundo, mas todas as diferenças entre eles são provavelmente menores do que as diferenças com a relação aos outros países menos desenvolvidos.

2.4.1 A governança corporativa nos Estados Unidos

O mercado acionário norte-americano é caracterizado, fundamentalmente, pela pulverização das ações de suas companhias. Segundo Lethbridge (1997) esse mercado sinaliza, com relativa precisão, se uma empresa é bem ou mal administrada, bastando para isso, visualizar o preço de mercado das ações da companhia.

Segundo Silveira (2002) o movimento em torno da governança corporativa surgiu nos EUA, em meados da década de oitenta, como resposta a diversos casos de abuso de poder e expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos executivos, que naquela época dominavam os conselhos de administração. Esta resposta foi dada em grande parte pela atuação dos investidores institucionais, principalmente fundos de pensão, cujo ativismo tornou-se sinônimo do termo governança corporativa no país.

Para Lethbridge (1997), a situação da economia dos Estados Unidos no mesmo período também contribuiu para trazer à tona o debate sobre os sistemas de governança do país. Nessa época, houve uma considerável perda de competitividade da indústria norte-americana, o que levou não apenas ao questionamento quanto às políticas comerciais e industriais vigentes, mas também ao sistema de financiamento e controle corporativo das empresas.

Segundo Carlsson *apud* Silveira (2002) o movimento acerca da governança corporativa surgiu, inicialmente, através do fundo de pensão dos funcionários públicos do Estado da Califórnia, o Calpers, que foi desbravador do movimento norte-americano. É importante ressaltar que, embora tenha tido um papel fundamental, o Calpers não mudou sozinho o panorama de governança corporativa

nos Estados Unidos, outras organizações também desempenharam importante papel. Essas instituições elaboraram códigos de governança corporativa que deveriam ser seguidos pelas empresas, condicionando a compra de ações ao cumprimento das diretrizes constantes dos códigos.

Segundo Silveira (2002) o início do ativismo de diversos investidores institucionais resultou em mudanças nas práticas de governança corporativa de boa parte das empresas americanas durante a década de noventa, ocasionado, por exemplo, o aumento da proporção de membros independentes nos conselhos e o aumento dos casos de demissão de diretores executivos por causa do mau desempenho. Como forma de mostrar aos investidores o cumprimento de algumas práticas de governança corporativa, as próprias empresas americanas começaram a elaborar suas diretrizes de governança corporativa. Uma pesquisa realizada em 1994 pelo Calpers, com as 300 maiores companhias dos EUA, mostrou que mais da metade estava desenvolvendo, ou já havia desenvolvido diretrizes de governança corporativa.

Segundo Scherer (2003), a forma abrupta e chocante, na qual emergiram as fraudes contábeis das empresas norte-americanas em 2002, conduziram a um abalo poucas vezes visto nesta sólida economia. As consequências desta crise, segundo o autor, levaram a efeitos significativos no modelo de governança daquele país e nas formas de investimento exigidas pelos acionistas.

As constantes reclamações dos pequenos investidores surtiram efeitos e os congressistas norte-americanos elaboraram a lei que ficou conhecida como Sarbanes-Oxley³. Esta lei é a mais abrangente e completa do mercado de capitais norte-americano desde a quebra da Bolsa de Valores de Nova Iorque em 1929. Criada em 2002, ela visa coibir atitudes dos administradores que possam lesar o patrimônio da empresa e dos acionistas, além de exigir, das companhias listadas em bolsa de valores, um rígido cumprimento de normas de governança corporativa.

³ A denominação é uma homenagem ao deputado Michael Oxley e ao senador Paul Sarbanes que foram os autores da referida lei (Revista Exame, junho/2003).

2.4.2 A governança corporativa no Reino Unido

O processo de desenvolvimento da governança corporativa na Europa é baseado em dois sistemas (ou modelos) existentes naquele continente. O primeiro sistema de governança corporativa é o anglo-saxão, presente fundamentalmente no Reino Unido. Esse sistema é semelhante ao empregado no mercado acionário dos Estados Unidos. Segundo Silveira (2002), o mercado de ações inglês tem, basicamente, as mesmas características de estrutura de propriedade do norte-americano, com uma grande pulverização do controle acionário.

Lodi (2000) coloca que até o final da década de 1980 na Inglaterra, imperavam os chamados “Clubes de Conselheiros” em que eram comuns as trocas de favores entre conselheiros das mais diversas empresas. Visando disciplinar o comportamento dos conselheiros e acabar com os favorecimentos foi redigido o Relatório *Cadbury* de melhores práticas de governança corporativa, em 1992.

A crescente pressão por parte dos investidores institucionais para a definição de regras sobre algumas questões importantes não abordadas no Comitê *Cadbury*, principalmente relacionadas à remuneração dos executivos e conselheiros, levou a formação de um grupo de trabalho denominado Comitê *Greenbury* em 1995, cujo relatório trouxe importantes avanços na determinação de práticas de governança ligadas à remuneração dos administradores.

Em novembro de 1995, a bolsa de valores de Londres, em conjunto com diversas entidades, formou outro grupo de trabalho destinado a elaborar altos padrões de governança corporativa. Este grupo, denominado Comitê *Hampel*, tinha como objetivo revisar os relatórios anteriores e discutir, além dos aspectos de responsabilidade e remuneração dos gestores e conselheiros, a principal responsabilidade do conselho de administração, definindo-o como o órgão que deve promover o aumento da prosperidade das empresas no longo prazo. O relatório do Comitê *Hampel* foi publicado em janeiro de 1998 e, após o recebimento de sugestões da sociedade civil, foi alterado e lançado com o título de *Combined Code* em julho de 1998. Este código de governança corporativa foi incorporado como uma das exigências da bolsa de valores de Londres para listagem das companhias.

2.4.3 A governança corporativa na Alemanha

Segundo Silveira (2002), o sistema de governança corporativa alemão é, em sua essência, diferente do sistema anglo-saxão predominante nos Estados Unidos e no Reino Unido. Na Alemanha as empresas buscam equilibrar suas necessidades com os interesses do grande público, esta é uma característica *stakeholder* que aparece em grande parte das empresas como consequência do modelo alemão de industrialização, muito regulamentado e controlado pelo Estado.

Outra diferença entre esses sistemas refere-se a estrutura de propriedade das empresas. Segundo Siffert (1998), enquanto na Inglaterra a predominância é de empresas com propriedade dispersa e pulverização das ações, na Alemanha o capital fica concentrado nas mãos de poucos e grandes acionistas.

Seguindo com a análise da governança corporativa na Alemanha devem ser observadas as características do mercado acionário desse país. Em comparação com as outras economias desenvolvidas percebe-se o subdesenvolvimento do mercado alemão. Dados de 1998 demonstram que a Bolsa Alemã apresentou cerca da metade da capitalização da Bolsa de Valores de Londres (SILVEIRA, 2002).

O mesmo não pode ser dito sobre o mercado de crédito alemão. Ao contrário do mercado de ações, o mercado de crédito é bastante desenvolvido. Boa parte deste desenvolvimento decorre da grande participação que os bancos detêm nas empresas do país. Segundo Rabelo e Silveira (1999), os bancos exercem um importante papel na coordenação do sistema financeiro alemão.

Silveira (2002), diz que em contrapartida a um fraco mercado de ações, o mercado de crédito é muito desenvolvido, com forte participação dos bancos nas empresas. Este desenvolvimento do mercado de crédito como substituto do mercado de ações data do século XIX, quando os grandes bancos passaram a fornecer, além do capital de curto e longo prazo, o capital de risco e a exercer as funções de proprietários ativos das empresas.

Segundo Rabelo e Silveira (1999), os outros investidores institucionais como os fundos de pensão e as seguradoras têm um papel bastante limitado no mercado acionário alemão. Isto ocorre porque estes não conseguem participar ativamente da gestão das empresas, pois o direito de voto é restrito e as informações prestadas não são detalhadas. Outro fator que, segundo os autores, inibe a participação destes investidores é o direito assegurado aos *stakeholders* que tem “lugar cativo” no conselho de administração das empresas.

Porém, Lethbridge (1997), observa que para atender a demanda dos investidores internacionais e tentar assim fortalecer seu mercado de ações as empresas e as Bolsas de Valores alemãs estão sendo obrigadas a passar por uma reestruturação.

Silveira (2002) coloca que durante os anos noventa, as forças de mercado oriundas da globalização forçaram cada vez mais as empresas alemãs a adotarem os padrões internacionais de governança corporativa. O fortalecimento do mercado de ações alemão teve grande impulso em 1997, com a criação do Novo Mercado (*Neuer Market*) da bolsa alemã de Frankfurt, que vem alcançando seu objetivo de canalizar capital de risco para novas empresas. Atualmente, a maioria das aberturas de capital na Alemanha acontecem no *Neuer Market*, que possui regras mais rígidas de proteção e transparência aos investidores. Esta iniciativa tende a fazer com que as novas empresas alemãs já se estruturam dentro de alguns padrões internacionais de governança corporativa.

Segundo Barros et al. (2000), o motivo principal para a criação do *Neuer Market* foi propiciar liquidez ao mercado acionário alemão. Para isso, era preciso que fossem convencidos os administradores da Bolsa de Valores de Frankfurt, a maior da Alemanha.

Segundo Silveira (2002) uma terceira característica do modelo alemão é a gestão coletiva das empresas, na qual o conselho de gestão, responsável pela operação da companhia, indica um presidente para representar a empresa externamente e orientar o trabalho dos membros do conselho. Este presidente divide as decisões com os outros membros do conselho, não possuindo o papel de principal tomador de

decisões, como no caso do diretor executivo no Brasil ou do *Chief Executive Officer* americano.

2.4.4 A governança corporativa no Japão

Segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2002), as questões relativas a governança corporativa no Japão são significativamente afetadas pela formação: obrigação, família e consenso. A obrigação refere-se ao ato de retribuir de alguma forma uma pessoa, família ou entidade que tenha lhe prestado um serviço anterior. O consenso influi diretamente na tomada de decisões e, muitas vezes, é mais valorizado que os créditos geralmente distribuídos aos executivos de outras nações. Os autores colocam que esse princípio faz com que o processo de tomada de decisão seja, demasiadamente, lento e desajeitado.

Silveira (2002) argumenta que, em decorrência da cultura coletivista da sociedade japonesa, o objetivo das empresas no Japão tem sido a busca pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* e a garantia de emprego vitalício para seus funcionários. A consequência da política de emprego vitalício é levar as empresas a priorizarem o crescimento absoluto de sua participação no mercado, deixando em segundo plano a maximização dos lucros.

O sistema de governança corporativa japonês tem outra característica especial que são os *keiretsu*. Segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2002) e Silveira (2002), são conglomerados de várias empresas e bancos unidos por redes de participações cruzadas entre eles. Os bancos são a principal fonte de recursos para as empresas, exercendo o papel de financiadores dos conglomerados. Como as taxas de juros no Japão são muito baixas, o reduzido custo dos recursos acaba sendo um motivo adicional para a diminuição do incentivo pela priorização da lucratividade.

As empresas japonesas utilizam o conceito de um único conselho de administração. Segundo Carlsson *apud* Silveira (2002), o conselho típico das grandes empresas japonesas é composto exclusivamente por executivos da companhia, que são indicados como recompensa por serviços prestados. Como consequência,

conselhos grandes, com cerca de 50 membros, são comuns nas grandes companhias japonesas. Quase sempre o homem forte do conselho é o presidente da companhia, que é responsável pela seleção dos novos conselheiros e possui mais poderes do que o presidente do conselho. Portanto, um conselho típico japonês, com número excessivo de membros e composição exclusivamente interna, tem funções meramente cerimoniais, não sendo um agente eficaz de governança corporativa.

Porém, Lethbridge (1997) argumenta que para atender as exigências dos investidores internacionais, as companhias japonesas estão tendo que revisar alguns princípios historicamente vigentes. Os presidentes das empresas estão redefinindo o emprego vitalício e passaram a colocar o acionista em primeiro lugar. Os bancos enfraqueceram após a quebra da Bolsa de Tóquio em 1989, fato que levou a um aumento significativo da inadimplência.

Tendo em vista a necessidade de aprimoramento dos mecanismos de governança no país, a Federação Japonesa das Organizações Econômicas publicou em 1997 em relatório denominado “Recomendações Urgentes com Relação a Governança Corporativa”. Este relatório reconhece a necessidade de adaptação das empresas japonesas aos padrões internacionais de governança corporativa, como forma de manutenção da competitividade do país no século XXI. O relatório sugere às empresas japonesas a adoção de suas próprias diretrizes de governança e a busca por um melhor funcionamento do conselho de administração. Além disso, recomenda a ampliação da função dos auditores e melhorias na transparência das informações ao mercado.

2.4.5 Comparação entre os sistemas de governança corporativa

Considerando os mecanismos de governança corporativa em geral, e as várias formas e níveis de atuação de cada uma, muitas pesquisas têm tentado levantar e descrever as diferentes estruturas de governança existentes nas empresas e entre países. A comparação entre os sistemas de governança corporativa dos países

geralmente os diferencia a partir dos tipos de instituições que atuam como principais financiadores das empresas.

Esta forma de comparação tem sido usada para avaliação dos regimes de governança corporativa e para formulação de propostas políticas para sua melhoria. Nos anos oitenta, quando a economia japonesa ia bem, a governança centrada em bancos era considerada superior porque, conforme argumento de Porter (1992), os bancos não teriam uma visão tão imediatista, permitindo as empresas focarem em decisões de investimento de longo prazo.

Nos anos noventa, quando a economia japonesa entrou em dificuldade, a atenção se moveu para o outro lado. Os estudiosos concluíram que longe de serem promotores de investimentos racionais, os bancos japoneses exigiam restrições orçamentárias muito pequenas para as empresas, emprestando demais para as que estavam em declínio e que deveriam passar por uma reestruturação. Nesta linha, afirmam que os bancos japoneses, ao invés de facilitar a governança, fazem conluíus com gestores para deter ameaças externas ao seu controle.

Os sistemas de governança mais desenvolvidos, dos Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha e Japão, possuem uma combinação em diferentes proporções de proteção legal aos investidores e concentração da propriedade.

O modelo anglo-saxão é caracterizado por empresas com propriedade dispersa entre vários acionistas, e o poder individual é fraco devido à pequena parcela de propriedade. Neste modelo uma má performance da empresa normalmente é visto como motivação para a venda de ações. Os interesses dos acionistas são amplamente protegidos por um mercado acionário com alta liquidez, alta necessidade de transparência das informações e proteção dos direitos de acionistas minoritários.

O modelo nipo-germânico é caracterizado pela presença de grandes investidores que possuem uma parcela significativa de ações e a administração está normalmente sob maior monitoramento. Os grandes investidores podem ser bancos, outras instituições financeiras ou uma outra empresa, além de estruturas familiares.

A existência de estruturas piramidais e de propriedade cruzada pode existir em larga escala, levando muitas vezes os grandes acionistas a votarem um nome dos minoritários.

No restante do mundo, onde prevalece a estrutura familiar, a proteção legal aos investidores é muito menos eficaz, tanto por causa da ausência de leis apropriadas quanto pela fragilidade do sistema judiciário em fazer cumprir a lei. Como consequência, as empresas continuam controladas pelas famílias e, mesmo em países ricos como a Itália, têm dificuldade em levantar recursos externos, financiando a maior parte de seus recursos internamente.

A maioria dos sistemas de governança corporativa do mundo, incluindo o do Brasil, parece ser mais parecido com a da Itália, como resultado da falta de proteção legal aos investidores, o financiamento no Brasil é em sua maioria interno ou por meio de bancos estatais e existe uma grande concentração da propriedade.

Alguns estudiosos, entretanto, consideram infrutíferas as comparações dos sistemas de governança entre os centrados nos bancos ou nos mercados, propondo classificá-los a partir dos diferentes níveis de proteção legal aos investidores. Os autores afirmam que a diferença entre os sistemas de governança dos países é melhor explicada pelas diferenças entre os direitos dos investidores, isto é, pela eficácia da proteção legal oferecida aos fornecedores de recursos.

Quadro 2. Classificação da proteção legal dos investidores de acordo com a origem das leis

	Proteção dos acionistas	Proteção dos credores	Enforcement⁴
Forte proteção	Direito comum	Direito comum	Direito Civil Escandinavo
Intermediário	Direito Civil Escandinavo	Direito Civil Alemão	Direito Civil Alemão
Intermediário	Direito Civil Alemão	Direito Civil Escandinavo	Direito comum
Fraca proteção	Direito Civil Francês	Direito Civil Francês	Direito Civil Francês

Fonte: adaptado de Silveira, A.M. Governança corporativa, valor e desempenho da empresa no Brasil, FEA-USP (2002)

Segundo Silveira (2002):

O sistema de governança corporativa, adotado pela empresas depende, em grande parte, do ambiente institucional no qual ela está inserida. O Estado através dos sistemas financeiro e legal modela a formação do mercado de

⁴ *Enforcement*: são mecanismos que amparam os investidores minoritários quando seus direitos são violados. Barros (2000)

capitais local e o grau de proteção aos investidores, influenciando o modelo de governança das empresas. Dessa forma, os países apresentam diferenças significativas entre os sistemas de governança corporativa. [...] o Estado pode atuar de forma decisiva no aprimoramento da estrutura de governança corporativa das empresas, alterando o ambiente institucional pelo aumento da proteção legal aos investidores e pelo fomento do desenvolvimento do mercado de capitais.

2.5 A governança corporativa no Brasil

O modelo empresarial brasileiro encontra-se num momento de transição. De grandes oligopólios, empresas de controle e administração exclusivamente familiar e controle acionário definido e altamente concentrado, com acionistas minoritários passivos e conselhos de administração sem poder de decisão, estamos caminhando para uma nova estrutura de empresa, marcada pela participação de investidores institucionais, fragmentação do controle acionário e pelo foco na eficiência econômica e transparência de gestão.

Esse novo contexto foi detectado pela pesquisa “Panorama da Governança Corporativa do Brasil”⁵ conduzida em 2001 em parceria pela *McKinsey & Co.* e *Korn Ferry International*⁶, onde são enfocadas características da estrutura de propriedade e liderança das empresas nacionais e a organização e as práticas dos conselhos de administração. A pesquisa revela que as empresas nacionais, premiadas por necessidades de financiamento e pelos desafios impostos pela competição global, estão reformulando suas práticas de governança corporativa.

Assegurar mais respeito aos direitos dos acionistas minoritários tem sido uma das principais preocupações do movimento de governança corporativa ao redor do mundo. No Brasil, após um histórico de sucessivos escândalos em que os controladores se beneficiavam em detrimento dos minoritários, cujos interesses eram raramente levados em conta, alguns passos importantes foram dados em busca do maior equilíbrio. Destaca-se, sobretudo, a reforma da Lei das Sociedades

⁵ Disponível em <http://www.kornferry.com.br/site/pt/mediapublications_r963.asp>

⁶ *Korn Ferry International*: é uma empresa no segmento de recrutamento executivo abrangendo recrutamento de membros para o conselho de administração.

por Ações, impressa pela Lei 10.303/01, que teve este como um dos seus critérios inspiradores.

Governança corporativa, no entanto, não se confunde nem se limita à proteção do acionista minoritário. Embora seja um assunto importante, a boa governança não pode prestar-se apenas a esta preocupação, pois deve servir à empresa como um todo, considerando todos os envolvidos pelas suas atividades, ou seja, as diversas categorias de acionistas, credores, empregados, investidores, governo e a comunidade em que a mesma atua.

Apesar das diversas formas de constituição das companhias abertas no Brasil (empresas privadas nacionais, estatais e subsidiárias de multinacionais) gerarem diferentes modelos de governança, a análise da pesquisa sobre governança corporativa no Brasil realizadas pelo IBGC (2001) e pela *McKinsey & Co. e Korn Ferry International* (2001), permite traçar um modelo geral de governança corporativa para as empresas brasileiras listadas em bolsa, com as seguintes características:

(i) estrutura de propriedade com forte concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais); (ii) empresas com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores alinhados por meio de acordo de acionistas para resolução das questões relevantes; (iii) presença de acionistas minoritários pouco ativos; (iv) alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do conselho representando os interesses dos acionistas controladores; (v) pouca clareza na divisão dos papéis entre conselho e diretoria, principalmente nas empresas familiares; (vi) escassez de conselheiros profissionais no conselho de administração; (vii) remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante; (viii) estrutura informal do conselho de administração, com ausência de comitês para tratamento de questões específicas, como auditoria ou sucessão.

A forte concentração das ações com direito a voto é característica fundamental do modelo de governança das companhias abertas brasileiras, com uma ausência quase total de empresas com estruturas de propriedade pulverizadas.

Segundo Silveira (2002):

A alta concentração da propriedade (posse de ações) e do controle (tomada de decisão) das companhias, aliada a baixa proteção legal dos acionistas,

faz com que o principal conflito de agência no país se dê entre acionistas controladores e minoritários.

Outra característica importante do modelo de governança das companhias abertas brasileiras é o alto índice de emissão de ações sem direito ao voto (preferenciais). Segundo Leal e Valadares (2002), apenas 11% das companhias abertas não lançam mão deste artifício, que compreende em média, 46% do capital total das companhias abertas. Como resultado, os autores argumentam que a emissão de ações preferenciais atua como principal mecanismo de separação entre a propriedade e controle nas companhias, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com uma participação menor no capital da empresa e, conseqüentemente, aumentando o incentivo para expropriação da riqueza dos pequenos investidores.

Segundo Silveira (2002), os benefícios de ser um grande acionista controlador, principalmente como monitor mais eficaz dos gestores da companhia, por ter grande parte dos seus recursos nela alocados são reduzidos em grande parte no Brasil, pois apesar da grande concentração das ações ordinárias, a emissão de grande percentual de ações sem direito a voto e a utilização de esquemas piramidais (*holdings* que controlam *holdings* que controlam empresas) faz com que muitos controladores sejam, de fato, acionistas minoritários das empresas controladas, por não possuírem a maioria do capital social da empresa. Esta situação gera uma combinação de muito poder com baixa alocação de recursos próprios na empresa, diminuindo os benefícios de se ter um acionista controlador.

Como decorrência da grande concentração de poder, os membros do conselho de administração são em sua grande maioria indicados pelo acionista controlador. Esta situação reduz a possibilidade de uma postura ativa e independente dos conselhos, que é necessária para o cumprimento de suas atribuições legais de fixação da orientação geral dos negócios e fiscalização da gestão dos executivos em prol de todos os acionistas.

Nas empresas familiares, em geral, os conselheiros não são profissionais, sendo indicados pelo controlador por laços familiares ou pessoais, prejudicando a qualidade da análise das questões estratégicas da companhia. Nas companhias abertas recém privatizadas ou subsidiárias de multinacionais, o conselho em grande

parte é composto por executivos estrangeiros da matriz, com pouca disponibilidade para tratamento das questões da subsidiária nacional. Nas empresas nacionais, geralmente o conselho é composto por ocupantes de altos cargos públicos indicados por razões políticas, com baixa disponibilidade para tratamento das questões corporativas. Em todos os tipos de empresas, a maioria dos membros do conselho é composta por pessoas externas às empresas, mas não profissionais, resultando em baixa quantidade de informação sobre a empresa e na presença de conflito de interesse pela defesa de algum acionista em específico.

A remuneração variável dos conselheiros, fator considerado importante pelos principais códigos de governança como motivador para um melhor desempenho do conselho, não é adotada pela grande maioria das empresas brasileiras, corroborando a hipótese de um papel mais consultivo e figurativo do que profissional por parte do órgão.

Algumas mudanças ocorridas nos anos noventa como o aumento da competitividade decorrente da maior estabilidade econômica e abertura de mercado, além da maior dificuldade de obtenção de financiamento estatal, têm levado as empresas brasileiras a uma necessidade crescente de acesso aos mercados de capitais nacionais e internacionais. Esta necessidade de obtenção de recursos ao menor custo possível tem motivado as empresas a adotarem novas práticas de governança corporativa, pressionando o atual modelo brasileiro, principalmente nos aspectos de maior respeito aos interesses dos acionistas minoritários, maior transparência das informações ao mercado e profissionalização do conselho de administração.

Além dos incentivos de mercado decorrentes do aumento da competitividade, algumas iniciativas institucionais e governamentais também vêm contribuindo para a melhoria das práticas de governança para as empresas brasileiras, entre as quais:

- A criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1995;
- A aprovação da lei 10.303 de 31 de outubro de 2001, conhecida como a nova Lei das Sociedades Anônimas;
- A criação dos níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa);

- As ações da Comissão de Valores Mobiliários;
- O estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) para definição dos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão.

2.5.1 O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

Criado com o objetivo de ser um importante centro de debates sobre assuntos relacionados a governança corporativa, o IBGC vem desempenhando papel decisivo na proliferação de conceitos relativos às boas práticas de governo das companhias, principalmente no que se refere à capacitação e especialização de profissionais para atuação nos órgãos sociais.

O instituto teve sua criação em 1995 e mantém como objetivo melhorar a governança corporativa no Brasil, sendo a única organização da América Latina totalmente focada na discussão do tema. Em 1995 o IBGC lançou o primeiro “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa” do país, abordando temas como o relacionamento entre controladores e minoritários e diretrizes para o funcionamento do conselho de administração.

Este código foi revisado em 2002, sendo a versão atual dividida em seis temas: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho fiscal e conduta e conflito de interesses. O tema sobre propriedade lida primordialmente com o combate ao desequilíbrio de poder entre os acionistas. Para amenizá-lo o código recomenda que as empresas tenham apenas ações com direito ao voto. Àquelas que já possuem grande parte do capital composto por ações preferenciais, a recomendação seria atribuir-lhes este direito. Nas situações de transferência de controle, o IBGC sugere que a empresa estabeleça em estatuto a obrigatoriedade de que o comprador ofereça para todos os acionistas direito de vender ações pelo mesmo preço a ser pago ao controlador, direito este conhecido como *tag along* (mecanismo que assegura a extensão das condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia, aos demais acionistas). Se a intenção for fechar o capital, o código prevê que as ofertas públicas

para a retirada das ações do mercado sejam feitas pelo valor econômico, a partir de estudo elaborado por empresa independente. O código também define regras para o acordo de acionistas, com o objetivo de igualar os níveis de informação. Segundo o IBGC, o acordo de acionistas deve estar disponível para conhecimento de todos os acionistas.

O código do IBGC também faz diversas recomendações sobre a transparência das informações ao mercado, recomendando que a remuneração de cada um dos conselheiros e diretores deva estar expressa no relatório anual e que toda informação que possa influenciar decisões de investimento deva ser divulgada simultaneamente para todos os acionistas. O Instituto sugere ainda que as demonstrações financeiras sejam apresentadas sob as normas internacionais. Com relação ao conselho fiscal, o IBGC trata-o como uma criação brasileira para preencher uma lacuna nas atividades do conselho, afirmando que o conselho fiscal não precisaria existir, caso o conselho de administração desempenhasse bem as suas funções. Com relação aos serviços de auditoria, o IBGC chama atenção para a possível perda de independência quando uma mesma companhia oferecer serviços simultâneos de auditoria e consultoria.

A figura 3 demonstra como está estruturada a dinâmica de funcionamento da governança corporativa baseada nos princípios do código brasileiro.



Figura 3: Dinâmica de funcionamento da governança corporativa segundo o IBGC
Fonte: Adaptado de Neto & Famá (2001)

2.5.2 A nova Lei das Sociedades Anônimas

As modificações na lei das sociedades anônimas, trazidas pela Lei 10.303/2001, consolidam esforços na busca pela aplicação das práticas da boa governança corporativa. A lei, promulgada no final de 2001 e com vigência a partir de março de 2002, visa, por meio do estabelecimento de novas regras de funcionamento para as sociedades anônimas, promover maior proteção aos acionistas minoritários e preferenciais. Entre as principais alterações estão:

- A obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos minoritários, em caso de: cancelamento de registro de companhia aberta, elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, ou em caso de fusão ou aquisição;
- A obrigatoriedade do adquirente do controle da companhia aberta realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia, em caso de alienação direta ou indireta do controle, sendo assegurado a estes acionistas minoritários preço equivalente a no mínimo 80% do valor pago pelo adquirente pelas ações representativas do bloco de controle;
- O direito dos preferenciais elegerem um membro para o conselho de administração, desde que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social da companhia;
- O direito dos acionistas minoritários elegerem um membro para o conselho de administração, desde que representem, no mínimo, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto;
- A possibilidade de participação no conselho de administração de representantes dos empregados, facultada a decisão à empresa;

- A limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total das ações emitidas, ao invés dos 67% anteriores, para as sociedades anônimas constituídas após a publicação da lei;
- O fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), concedendo ao órgão maior independência funcional e financeira;
- A possibilidade do estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, propiciando uma forma mais rápida para resolução de conflitos.

As alterações trazidas pela lei não forneceram as sociedades anônimas uma legislação pertinente à sua totalidade. No entanto, podem ser consideradas como um grande avanço regulatório, exigindo dessas sociedades maior transparência e moralidade, convergindo para os interesses de controladores e minoritários.

2.5.3 A Bovespa e a criação do Nível 1 e 2 e o Novo Mercado

Em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) criou três novos segmentos de listagem para empresas que atendessem a certos padrões diferenciados de governança corporativa. Esses são divididos em três níveis distintos: Nível 1 e 2 de governança corporativa e o novo mercado. A adesão a qualquer um desses segmentos é voluntária, porém não é automática, sendo efetivada após a assinatura de contrato entre as partes.

Uma das intenções da Bovespa, com a criação deste modelo, é a de tentar oferecer um ambiente que proporcione maior segurança aos investidores e uma melhor valorização das companhias listadas no mercado. A idéia é a de que, a qualidade e quantidade das informações prestadas reduzam a incerteza e os riscos, reduzindo conseqüentemente o custo de captação de recursos. Isso incentivaria novas aberturas de capital e emissões, tornando o mercado brasileiro uma alternativa viável de financiamento para as empresas (Bovespa, 2002).

As empresas que integram o Nível 1 de governança corporativa comprometem-se, basicamente, em melhorar as informações prestadas a seus acionistas e a possíveis interessados em investir na companhia. Uma outra característica deste nível é a maior pulverização do capital acionário. As companhias integrantes do Nível 2 devem, além de seguirem as normas previstas no Nível 1, comprometem-se a adotar um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. O Novo Mercado exige que as empresas, além de se comprometerem com a adoção de todas as exigências do Nível 2, decidam emitir apenas ações ordinárias, acabando com o papel das ações preferenciais. As ações preferenciais, contrariamente as ordinárias, não atribuem ao seu titular o direito a voto. Porém, dão aos mesmos a prioridade no recebimento de dividendos e ao reembolso do capital no caso de dissolução da companhia.

O público alvo são as empresas interessadas em abrir o capital. Companhias abertas com ações preferenciais também podem entrar no Novo Mercado, desde que transformem todas as ações em ordinárias. As exigências para inserção nos níveis diferenciados de governança da Bovespa são apresentadas, na figura abaixo:

Nível de Gov. Corp.		Requisitos para adesão aos níveis de governança corporativa da Bovespa
Novo Mercado	Nível 1	Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital e realização de ofertas públicas de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão de capital
		Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial
		Cumprimento de regras de transparência em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa
		Divulgação de acordo de acionistas; programas de opção de ações (stock options) e termos dos contratos firmados com partes relacionadas
		Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos e realização de ao menos uma reunião pública anual com analistas e investidores
		Obrigação de todos os administradores assinarem o termo de anuência da Bovespa
	Nível 2	Conselho de Administração com um mínimo 5 membros e mandato unificado de 1 ano
		Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do USGAAP ou IASGAAP
		Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas com condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferências (tag along)
		Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo
		Obrigatoriedade de realização de uma oferta pública de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento do registro de negociação deste nível
		Adesão as regras de Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários
		Emissão apenas de ações ordinárias e/ou conversão das ações preferenciais em ordinárias (proibição de ações preferenciais)

Figura 4: Exigências para níveis de governança corporativa da Bovespa.

Fonte: adaptado de Bovespa <http://www.bovespa.com.br/principal/html> acesso em 15/09/2006.

Monforte (2006) argumenta que os investidores têm demonstrado maior interesse em ações de companhias que asseguram direito aos acionistas minoritários e transparência nos atos e resultados da administração. Segundo o autor a boa governança é requisito na análise de investimento e tem alavancado negócios e os preços das ações das companhias com boas práticas.

O autor explica:

“[...] este ano, pela primeira vez, as transações na Bovespa com as ações listadas no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 superaram as das empresas que ainda não aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa. [...] Os investidores nacionais e estrangeiros, portanto, declararam a preferência pela negociação de papéis com boa governança intrínseca. A julgar pelo comportamento das cotações, eles continuam dispostos a pagar mais por isso, como se acreditava em dezembro de 2000, no lançamento do Novo Mercado pela Bovespa”.

Empresas atualmente listados no Nível 1, Nível 2 e no Novo Mercado da Bovespa:

Nível de Gov. Corp.		Companhias listadas	
	Nível 1	ARACRUZ CELULOSE S.A. ARCELOR BRASIL S.A. BCO BRADESCO S.A. BCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S.A. BRADESPAR S.A. BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A. BRASIL TELECOM S.A. BRASKEM S.A. CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA CIA HERING CIA TRANSM.ENERGIA ELET PAULISTA CIA VALE DO RIO DOCE CONFAB INDUSTRIAL S.A. DURATEX S.A. FRAS-LE S.A.	GERDAU S.A. IOCHPE MAXION S.A. ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A. KLABIN S.A. MANGELS INDUSTRIAL S.A. METALURGICA GERDAU S.A. RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES S.A. FABRICA DE PRODS ALIMENTICIOS VIGOR SADI S.A. SAO PAULO ALPARGATAS S.A. SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A. ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A. UNIBANCO HOLDINGS S.A. UNIBANCO UNIAO DE BCOS BRASILEIROS S.A. UNIPAR UNIAO DE IND PETROQ S.A. VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A. WEG S.A.
	Nível 2	ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A. CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A. ELETROPAULO METROP. ELET. S.P. S.A. EQUATORIAL ENERGIA S.A. GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A. MARCOPOLLO S.A.	NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A. SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES SUZANO PETROQUIMICA S.A. TAM S.A. UNIVERSO ONLINE S.A. VIVAX S.A.
Novo Mercado		ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO AMERICAN BANKNOTE S.A. BCO BRASIL S.A. BCO NOSSA CAIXA S.A. BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRIC. CIA CONCESSOES RODOVIARIAS CIA SANEAMENTO BASICO EST SP CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS COMPANY S.A. COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO CPFL ENERGIA S.A. CSU CARDSYSTEM S.A. CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPR E PART DATASUL S.A. DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A. EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A. EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERON.S.A.	ETERNIT S.A. GAFISA S.A. GRENDENE S.A. LIGHT S.A. LOCALIZA RENT A CAR S.A. LOJAS RENNER S.A. LUPATECH S.A. MMX MINERACAO E METALICOS S.A. NATURA COSMETICOS S.A. OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A. PERDIGAO S.A. PORTO SEGURO S.A. RENAR MACAS S.A. ROSSI RESIDENCIAL S.A. SUBMARINO S.A. TOTVS S.A. TRACTEBEL ENERGIA S.A.

Figura 5: Empresas listadas na Bovespa.

Fonte: Bovespa <http://www.bovespa.com.br/principal/html> acesso em 15/09/2006.

Neto & Fama (2001) afirmam que:

Na atual situação, em função da percepção entre os investidores sobre o mercado brasileiro de ações, a maioria das empresas não consegue obter uma precificação adequada. A razão desse desconto seria, de acordo com a figura 6, elaborada por Maluf (2000), a falta de transparência e de garantias aos investidores. Buscando minimizar este problema, a Bolsa de Valores de São Paulo criou em 2000 o Novo Mercado. Uma seção separada de listagem com regras mais rígidas, baseadas nas boas práticas de governança.

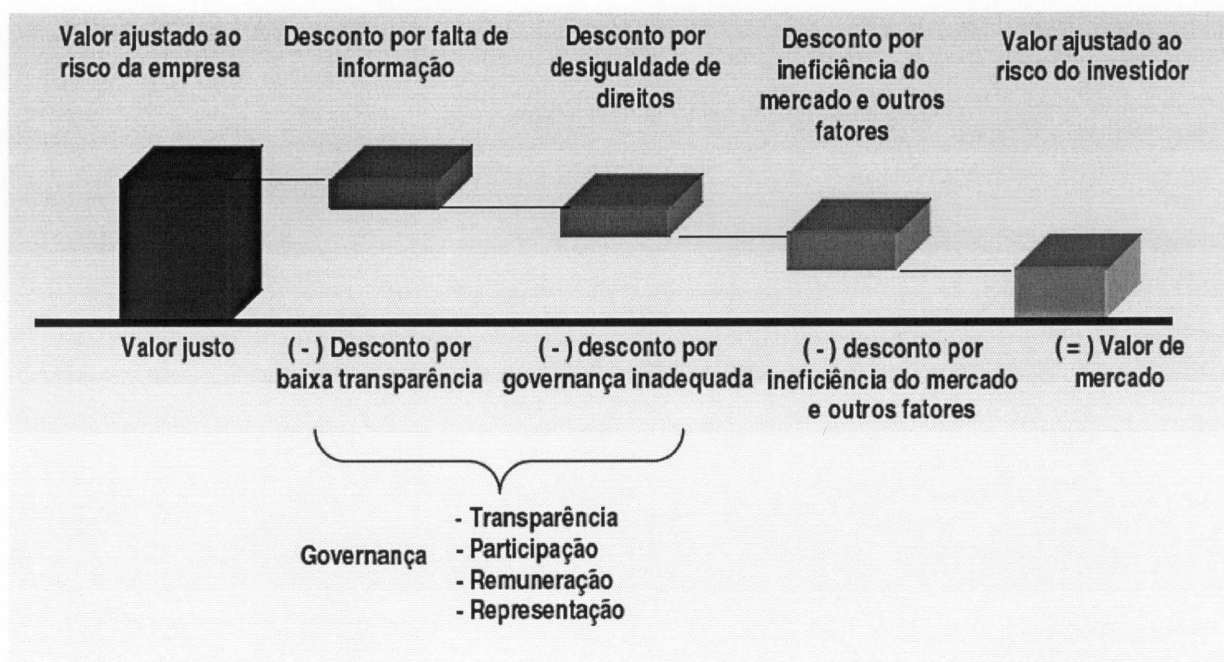


Figura 6: Desconto dos investidores por falta de transparência e governança corporativa.
Fonte: Adaptado de Neto & Fama (2001) *apud* Maluf (2000).

2.5.4 As ações da Comissão de Valores Mobiliários

Não é possível tratar da regulamentação do mercado de capitais sem ressaltar as iniciativas da CVM. Desde o início de 1999, verificando o impacto das operações de fechamento de capital, aquisições e privatizações, a CVM vem promovendo o lançamento de uma série de instruções com o objetivo de alcançar um equilíbrio de poder entre controladores e minoritários.

Os normativos que merecem destaque são as instruções número 358 e 361 ambas publicadas em 2002. A primeira dispõe, entre outros assuntos, sobre a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante às companhias abertas. A segunda

dispõe sobre o procedimento de ofertas públicas de valores mobiliários. Também foi publicado, em junho de 2002, as “recomendações da CVM sobre governança corporativa”, que se resume num compêndio de orientações de boa conduta a serem seguidas pelas companhias que desejem obter um aumento em seu valor mediante a redução de seu custo de capital, intensificando a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.

2.5.5 As novas regras da Secretaria de Previdência Complementar

O estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar, em março de 2001, para definição dos limites de aplicação dos fundos de pensão, com base na adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, é outro importante mecanismo de estímulo para adoção de melhores práticas de governança por parte das empresas.

Segundo a resolução n.º 2.829/01 da SPC, o percentual máximo de investimento em ações de empresas listados no Novo Mercado da Bovespa é de 60% das reservas dos fundos com contribuição definida e de 45% para os demais planos. Já para as empresas do Nível 2 da Bovespa, o limite de aplicação é de 59% para os fundos com contribuição definida, e de 40% para os demais. Se a empresa for listada no Nível 1, os fundos com contribuição definida poderão aplicar até 45% das reservas e os demais, até 35%. Caso não esteja enquadrada em nenhum destes níveis de governança, os limites para aplicação serão apenas 35% dos recursos para os fundos com contribuição definida e 25% para os demais.

Esta medida é um estímulo adicional para a entrada das empresas nos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, devido ao forte crescimento dos ativos dos fundos de pensão no país e a necessidade de participação cada vez maior destes fundos no mercado, devido à tendência de queda das taxas reais de juros da economia no longo prazo.

Segundo Silveira (2002):

Em síntese, o conjunto das medidas institucionais e governamentais pode contribuir decisivamente para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, criando um círculo virtuoso no qual a crescente proteção aos investidores os deixe mais seguros de que irão usufruir do retorno das companhias na mesma proporção dos controladores, aumentando sua disposição para pagar mais pelas ações e conseqüentemente diminuindo o custo de capital nas empresas, permitindo então que as companhias utilizem cada vez mais o mercado de capitais como real alternativa de capitalização.

Mas a evolução das práticas de governança corporativa no Brasil, ocorrida nos últimos 10 anos, terá que prosseguir. Em artigo publicado no jornal Valor Econômico, de 19/08/2004, Azevedo apresenta uma análise do modelo de governança brasileiro e aponta os seguintes aspectos:

1. O mercado de capitais não se desenvolveu em sua plenitude e o que está por construir é de densidade tão importante com relação ao que já o foi;
2. O capital das empresas não se diluiu e o perfil de propriedade se caracteriza pela existência de núcleos de controle (grande diferença do modelo norte-americano);
3. As instituições financeiras, em função da pequena disposição de parte de boas empresas em alavancar seus balanços, não têm aqui participações expressivas no capital de empreendimentos não-financeiros (importante diferença com a realidade européia e asiática);
4. Finalmente, as empresas brasileiras bem sucedidas, em sua grande maioria, estão atravessando um período importante de sucessão na propriedade e na gestão, e os novos atores, já incorporam o conhecimento e a observação sobre as várias tensões que são criadas, e as enormes vantagens da busca do equilíbrio de interesse nas decisões.

De acordo com Silveira (2002):

A manutenção do atual modelo de governança corporativa das companhias brasileiras é reforçada pela presença de um círculo vicioso, que não incentiva as empresas a adotarem melhores práticas de governança nem os investidores a aplicarem recursos nas companhias, ou seja, práticas prejudiciais das empresas para com os acionistas minoritários e a instabilidade econômica poderão gerar uma sub-avaliação de preço de ações das companhias em relação ao seu valor intrínseco o que significará em poucas vantagens para a abertura de capital e captação de recursos via emissão de novas ações, com isso haverá um distanciamento dessas empresas em relação ao mercado de ações, gerando um baixo incentivo para práticas de vigilância corporativa.

Para Lodi (2000) “a governança corporativa é uma idéia capital e de extrema atualidade. Sem a seriedade necessária, o Brasil dificilmente aumentará sua credibilidade no cenário internacional”.

2.6 Conselho de administração e seu papel na governança corporativa

A questão da possibilidade de expropriação de parte do valor da companhia por acionistas controladores conduz a discussão para a exigência de controle da atividade dos administradores. Portanto, são necessários mecanismos que dificultem a adoção de medidas que beneficiem exclusivamente os controladores, para que as ações não integrantes do bloco de controle sejam precificadas pelo mercado de forma eqüitativa.

Países com propriedade acionária concentrada, como o Brasil, não contam com o controle externo da administração da companhia – mecanismo em que os executivos passam a ser pressionados pela cotação das ações no mercado e pelo conseqüente risco de aquisição hostil do controle acionário. Quando há acionistas controladores detentores da maioria do poder de voto e mercados secundários menos líquidos, apresenta-se como alternativa aos minoritários a utilização de mecanismos de controle interno da administração, como é o caso do conselho de administração.

Há diferentes classes de conselheiros, segundo Steinberg (2003): (1) conselheiros internos são diretores ou empregados da corporação; (2) conselheiros externos não trabalham na empresa, mas não são independentes; (3) conselheiros independentes não têm vínculo com a corporação, não trabalham para ela, nem oferecem produto ou serviço, não são cônjuges ou parentes, não recebem outra remuneração da organização e trabalham para o bem dela e de todos os acionistas.

Adotando a premissa de que a governança é responsável pela qualidade da administração das empresas, não seria incorreto imaginar que as decisões administrativas são conseqüências daquela. Isto é, quanto melhor for a governança melhor deverá ser a qualidade das decisões tomadas pela administração, o que é decisivo para o nível de desempenho financeiro das empresas.

Nesse contexto, os conselhos de administração são apontados como principal elo entre a propriedade e o controle, devendo permanecer independente desse último para o desenvolvimento eficaz de suas atividades, o conselho de administração

necessita manter-se substancialmente isento da influência dos diretores executivos. Esta independência é recomendada por algumas organizações que influenciam o funcionamento do mercado, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

[...] II.1O conselho de administração deve atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objeto social e orientar a diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento. O conselho de administração deve ter de cinco a nove membros tecnicamente qualificados, com pelo menos dois membros com experiência em finanças e responsabilidade de acompanhar mais detalhadamente as práticas contábeis adotadas. O conselho deve ter o maior número possível de membros independentes da administração da companhia. Para companhias com controle compartilhado, pode se justificar um número superior a nove membros. O mandato de todos os conselheiros deve ser unificado, com prazo de gestão de um ano, permitida a reeleição.

O conselho de administração tem um papel fundamental na governança corporativa nas empresas, sendo o principal mecanismo interno para diminuição dos custos de agência entre acionistas e gestores, e entre acionistas controladores e acionistas minoritários. Em países como o Brasil, onde a propriedade acionária é concentrada, os conflitos mais relevantes são observados na relação de acionistas majoritários (controladores) com minoritários. Assim, a independência do conselho está ligada à maior ou menor influência dos acionistas controladores sobre seus membros, e não necessariamente àquela exercida pelos executivos (VALADARES, 2002). A figura abaixo representa o envolvimento do conselho de administração das sociedades anônimas:

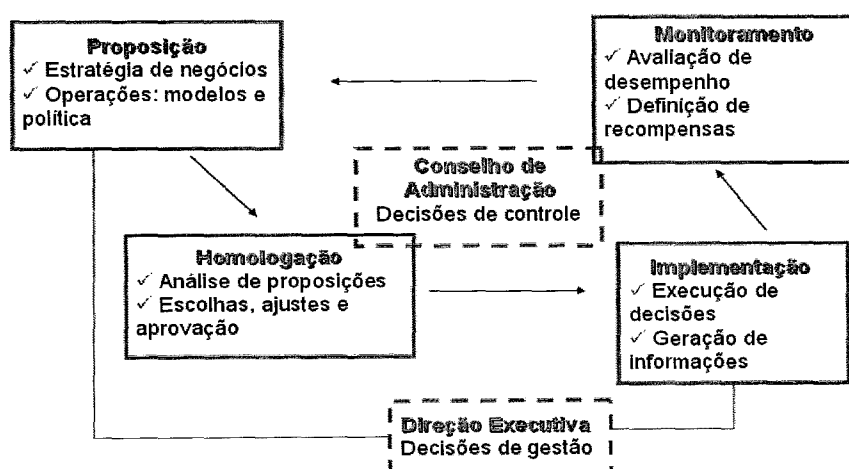


Figura 7: Papel do conselho de administração no sistema de governança
Fonte: ROSSETI, José Paschoal, ANDRADE, Adriana, 2006.

Segundo Fama e Jensen *apud* Silveira (2002), o processo decisório da alta gestão envolve quatro etapas, duas das quais devem ser de exclusiva responsabilidade do conselho: a ratificação das decisões relevantes e o monitoramento da alta gestão. Os autores argumentam que, como as etapas de iniciação e implementação são alocados aos mesmos agentes (executivos), ambas podem ser combinadas sob a denominação decisões da gestão. Da mesma forma, as etapas de ratificação e monitoramento podem ser combinadas sob a denominação decisões de controle.

Como nas companhias com separação da propriedade e controle os responsáveis pelas decisões de gestão não arcam com os efeitos totais da perda de riqueza resultante de suas decisões, é necessário que as decisões de controle sejam alocadas a outros agentes (conselho de administração), e que estes as executem de forma eficaz para garantir a sobrevivência da corporação. Os autores ressaltam, entretanto, que a separação das decisões de gestão das decisões de controle não precisa ser total, pois o termo significa apenas que, para uma determinada decisão, um agente não pode exercer exclusivamente os direitos de gestão e controle.

Os estudos atuais sobre conselho de administração visam associar variáveis, como seu tamanho, composição e distinção dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho. Dessa forma, espera-se que as empresas que utilizam práticas de governança priorizem a transparência, a participação dos acionistas minoritários nas decisões estratégicas, por meio da representação perante os administradores, exercida pelo conselho de administração, alcance maiores níveis de valor de mercado.

2.6.1 Composição do conselho de administração

Praticamente todos os códigos de governança ressaltam a importância de um conselho de administração composto por uma maioria de membros externos (não executivos) na companhia, como forma de melhorar a tomada de decisão e aumentar o valor da empresa. Esta recomendação reflete o senso comum de que a principal função do conselho é monitorar a gestão da empresa e que somente conselheiros externos profissionais podem ser monitoradores eficazes. Segundo os

códigos de governança, um conselho de administração dominado por executivos pode atuar como um mecanismo de defesa dos gestores.

A interpretação dos códigos é fortalecida por Fama e Jensen *apud* Silveira (2002), que argumentam que a inclusão de conselheiros externos profissionais aumenta a efetividade do conselho e reduz a probabilidade de conluio dos altos executivos com o objetivo de expropriar a riqueza dos acionistas. Segundo os autores, os conselheiros externos teriam o incentivo de construírem suas reputações como monitores eficazes. Os próprios autores ressaltam, porém, que uma reputação como conselheiro que não cria problemas para os diretores executivos também poderia ser potencialmente valiosa para os conselheiros. Os autores reforçam o argumento de que conselheiros internos (executivos da companhia) têm menor probabilidade de monitorar o desempenho do diretor executivo, haja vista que a evolução de suas carreiras depende em boa parte do próprio diretor executivo. Segundo Jensen *apud* Silveira (2002),

Como a possibilidade de uma atitude de animosidade e retribuição do diretor executivo é muito grande, é quase impossível para aqueles que se reportam diretamente ao diretor executivo participarem de forma aberta e crítica na avaliação e monitoramento do diretor executivo. Portanto, o único membro interno (executivo) do conselho de administração deve ser o diretor executivo.

O IBGC preconiza a independência do conselho de administração, para que assim ele tenha liberdade necessária para tomar decisões que tenham os interesses dos acionistas preservados, sobretudo, os acionistas minoritários. Isto é, recomenda-se a separação entre as atividades dos altos executivos e os membros do conselho de administração das companhias de capital aberto, assegurando a representação dos acionistas minoritários junto ao quadro de executivos das empresas, preocupação compartilhada pela CVM, expressa por meio de uma cartilha de boas práticas de governança corporativa:

[...] II.4 Os cargos de presidente do conselho de administração e presidente da diretoria (executivo principal) devem ser exercidos por pessoas diferentes. O conselho de administração fiscaliza a gestão dos diretores. Por conseguinte, para evitar conflitos de interesses, o presidente do conselho de administração não deve ser também presidente da diretoria ou seu executivo principal. [...] (CVM, 2002, p. 5).

2.6.2 Tamanho do conselho de administração

Alguns estudiosos acreditam que a efetividade do conselho de administração diminui na medida em que ele ultrapassa um certo número de membros. Jensen *apud* Silveira (2002) argumenta que um conselho “superpovoado” possui menor probabilidade de funcionar de forma efetiva e maior probabilidade de ser controlado pelo diretor executivo. Seu argumento é consistente com a teoria de comportamento organizacional, que indica um declínio da produtividade na medida em que grupos de trabalho vão aumentando. Segundo Jensen *apud* Silveira (2002), “os conselhos com mais de sete ou oito membros possuem uma probabilidade menor de funcionar de forma eficaz, se tornando mais fáceis de serem controlados pelo diretor executivo”.

Segundo Lodi (2000), o conselho não deve ser numeroso e a maioria dos conselheiros deve advir de fora da empresa, assim como os comitês de auditoria e remuneração não devem ser influenciados pelo presidente da empresa.

Salmon (2001) sugere a restrição do tamanho dos conselhos e o aumento do número de conselheiros externos (cinco a doze, para grandes companhias abertas), defendendo que somente três conselheiros devem ser internos: o CEO (*Chief Executive Officer*, o principal executivo), o COO (*Chief Operational Officer*, principal executivo de operações) e o CFO (*Chief Financial Officer*, principal executivo financeiro).

O tamanho dos conselhos de administração no Brasil, segundo Santos e Almeida (2002), é de sete conselheiros e, embora haja a preocupação com o aumento de conselheiros independentes, a prática não evidencia isso. Da mesma forma, na opinião da maioria, a remuneração deveria ser composta de dinheiro e ações, mas a maioria dos conselheiros recebe apenas dinheiro, em detrimento do comprometimento com a corporação. No Brasil, de acordo com os autores, não é evidente a consciência da importância da diversidade cultural, política, étnica, de sexos ou idade na composição do conselho. Contudo, observa-se a diversidade profissional, composta de contadores, advogados, banqueiros e executivos seniores,

enquanto são rejeitados os das áreas de fusões, marketing e finanças. Os atributos procurados nos candidatos a conselheiros são: visão estratégica, inteligência, integridade, sucesso, experiência, tempo e comprometimento.

2.6.3 Funções do conselho de administração

Além dos estudos que buscam relacionar as características do conselho de administração (como composição, tamanho e remuneração) com o desempenho corporativo, uma série de pesquisas procura examinar como as características do conselho se relacionam com a eficiência do órgão na execução de suas tarefas específicas.

O código de boa governança do IBGC ainda alerta para o fato de que o conselho aprova as estratégias e a orientação geral dos negócios e os executivos devem implementá-las. Segundo o instituto as competências do conselho são:

[...] 2. Competências

Entre as competências do conselho de administração, deve destacar-se a definição da estratégia, a eleição e a destituição do principal executivo, a aprovação da escolha ou da dispensa dos demais executivos sob proposta do executivo principal (CEO), o acompanhamento da gestão, o monitoramento dos riscos e a indicação e substituição dos auditores independentes.

É responsabilidade do conselho supervisionar o relacionamento entre os executivos e as demais partes interessadas (*stakeholders*).

Cabe ao conselho aprovar o código de conduta da organização e seu próprio regimento interno.

Os executivos devem implementar as estratégias e a orientação dos negócios, aprovadas pelo conselho. Este não deve interferir em assuntos operacionais, mas dever ter a liberdade de solicitar todas as informações necessárias ao cumprimento de suas funções, inclusive a especialistas externos, se for necessário. [...] (IBGC, 2003).

Pound (2001) assegura que decisões eficazes advêm de um sistema em que gerentes seniores e o conselho de administração contam regularmente com inputs de acionistas. Contudo, nem conselhos, nem acionistas devem opinar sobre estratégias e políticas, na opinião do autor. Ele sugere repensar o papel dos conselheiros, a fim de melhorar o sistema de governança, dotando-os de

conhecimentos especializados em finanças e estratégia, facilitando-lhes o acesso às informações. Porém, propõe vincular sua remuneração com o desempenho da empresa no mercado de ações.

A despeito dos estudos que ampliam o papel do conselho para um nível gerencial e estratégico, existem autores que restringem este papel à função de controle. Para Donaldson (2001) o conselho não deve invadir as funções gerenciais – deve se envolver na estratégia apenas quando acontecerem as seguintes situações: (1) aposentadoria do CEO; (2) declínio acentuado da rentabilidade e (3) tentativas de tomada de controle.

Salmon (2001) adota uma postura intermediária. O autor defende que os acionistas não devem pretender que o conselho de administração dirija os negócios, mas esperar que se envolvam no planejamento de longo prazo.

Considerando-se apenas a ratificação das decisões, portanto, Lodi (1988) levanta sete variáveis estratégicas que são, em grande parte, responsáveis pelo futuro de um empreendimento. Para o autor, cabe ao conselho decidir: “1. A política de produto; 2. a política com os clientes e consumidores; 3. a política de distribuição e promoção; 4. a ênfase competitiva; 5. a política de preço; 6. a política financeira e 7. a política de investimento”.

Atualmente, com a preocupação em torno da aplicação de boas práticas de governança corporativa, um conselho de administração pró-ativo e independente já se apresenta como sinônimo da aplicação das boas práticas de governança corporativa, verificada a importância que este órgão possui no desenvolvimento da empresa e na criação de valor do mercado de capitais, seja por meio da transparência adotada ou da união de esforços para propiciar novas formas de financiamento empresarial.

3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal desta pesquisa foi discutir os princípios relativos a governança corporativa e a contribuição que sua adoção pode trazer ao mercado de capitais brasileiro. O trabalho foi dividido em quatro partes inter-relacionadas. A primeira discorreu sobre os conceitos, princípios e mecanismos da governança corporativa aplicada nas sociedades anônimas. Para isso, partiu-se do pressuposto que nestas companhias predomina o conflito de interesses, entre as partes proprietárias do capital e os administradores de seus recursos.

A segunda parte demonstrou a evolução da governança corporativa nos países desenvolvidos e sua influência na concepção do modelo brasileiro. Também foram comparadas as principais diferenças entre os modelos e o ambiente institucional de cada país estudado. O estudo evidenciou três modelos de governança aplicados no mundo: o anglo-saxão ou de proteção legal, vigente nos Estados Unidos e no Reino Unido, que é caracterizado por empresas com propriedade dispersa entre vários acionistas e poder individual fraco, mas com forte proteção legal; o modelo nipo-germânico, predominante na Europa Continental, Alemanha e Japão caracterizado pela presença de grandes investidores e com administração sob maior monitoramento; e o baseado na propriedade familiar, onde as empresas normalmente encontram dificuldades de levantar recursos externos devido à baixa proteção legal, prevalecendo no restante do mundo.

A terceira parte investigou o modelo brasileiro de governança e as dificuldades encontradas no país para captação de recursos externos. Muitas das ações executadas, no Brasil, para a prática da governança corporativa foram mensuradas na presente pesquisa. O ambiente institucional, mesmo não sendo incluído entre os mecanismos de controle, exerce forte influência no aperfeiçoamento dos mesmos e por isso muito se tem ressaltado sobre a importância das atitudes do governo para a adequação das empresas a uma boa governança corporativa para o desenvolvimento do mercado de capitais. Para incrementar o mercado acionário, o Brasil implementou medidas que favorecem o seu desenvolvimento, tal como a nova lei das Sociedades Anônimas. A Bovespa criou os níveis diferenciados e o Novo Mercado onde as empresas optam espontaneamente pelas práticas de governança.

O IBGC criou o manual de boas práticas que é uma referência sobre o tema no mercado. A CVM criou uma cartilha que aborda os principais aspectos na adoção da governança corporativa. Essas iniciativas são fundamentais para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

Na quarta parte estudou-se a estruturação do conselho de administração como o principal mecanismo interno da governança corporativa. A separação entre controle e propriedade, característica principal das sociedades anônimas, torna necessário à criação de mecanismos que protejam as partes minoritárias, especificamente o conselho de administração, como órgão controlador na tomada de decisões.

Vários estudos na literatura sobre governança corporativa têm procurado verificar os efeitos das práticas de boa governança sobre as empresas, mais ainda não existe uma resposta clara sobre seus resultados no retorno do valor da ação ou mesmo sua volatilidade. A tendência tem sido afirmar que apenas quanto ao custo de captação existem ganhos significativos. Todos esses estudos contribuem para atestar a importância e o valor das boas práticas de governança corporativa nas empresas.

Com o desenvolvimento da pesquisa constatou-se que a boa prática da governança corporativa pode auxiliar numa melhor avaliação do valor da empresa. Principalmente, porque a governança corporativa proporciona aos investidores maior credibilidade nos resultados da empresa e os acionistas tornam-se mais propensos ao investimento. No entanto, a economia brasileira ainda possui certa vulnerabilidade externa e institucional. O país precisa ter regras estáveis que propiciem ao investidor a tranquilidade necessária ao investimento de longo prazo. A governança corporativa é apenas uma peça importante do mundo corporativo e necessita da melhoria da conjuntura econômica do país para impulsionar o mercado de capitais.

3.1 Recomendações para trabalhos futuros

Este trabalho teve como objetivo contribuir para os estudos teóricos sobre a governança corporativa e sua aplicabilidade no mercado de capitais brasileiro. Porém, não se pretende esgotar o assunto e sim incentivar a elaboração de mais pesquisas sobre o tema. Considerando que, apesar do tema ter sido objeto de várias pesquisas no Brasil, a literatura acadêmica acerca das práticas governança corporativa e suas implicações para as empresas ainda é pequena, constituindo-se, dessa forma, excelente campo de pesquisa. Diversos são os enfoques que podem ser atribuídos para realização de novos trabalhos, algumas sugestões para pesquisas futuras são apresentadas a seguir:

- Análise dos conselhos de administração em empresas familiares e a eficácia das decisões tomadas pelo conselho neste tipo de organização;
- Análise das políticas de remuneração dos administradores e conselheiros, incluindo o uso de *stock options*;
- Análise da propriedade de ações e votos por administradores internos à empresa e sua influência no desempenho e valor corporativo;
- Verificar a existência de relacionamento entre práticas de governança e estratégias organizacionais.

4. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ÁLVARES, Elismar et al. **Governando a empresa familiar**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2003.

BARROS, José Roberto Mendonça de et.al. **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Bovespa, 2000.

BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. São Paulo: Abril Cultural, 1984 [original de 1932]

CARVALHO, Antonio G. de. **Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa**. Jan. 2003 Disponível em <http://www.bovespa.com.br/pdf/usp niveis.pdf> acesso em 22/03/2006.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2002.

Comissão de Valores Mobiliários. **Cartilha de governança**. São Paulo: Junho, 2002. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em 29/06/2006.

DONALDSON, G. Nova ferramenta para os conselhos de administração: auditoria estratégica. In: Harvard Business Review. **Experiências de governança corporativa**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

DRUCKER, Peter F. **Administrando para o futuro: os anos 90 e a virada do século**. 5 ed. São Paulo: Pioneira, 1996.

GEHRINGER, Max. **Comédia Corporativa: uma visão crítica e divertida do mundo empresarial**. 4 ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

HITT, Michael A.; IRELAND, Duane; HOSKISSON, Robert E. Governança corporativa. In: _____. **Administração estratégica**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

JENSEN, Michael C., CHEW, Donald H. Governança corporativa nos Estados Unidos. In: BERNSTEIN, Peter L, DAMODARAN, Aswath. **Administração de investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

KANITZ, Stephen. **O Brasil que dá certo: o novo ciclo de crescimento 1995 – 2005**. São Paulo: Makron Books, 1995.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Mercado de capitais**. São Paulo: Forense, 2000.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Governança corporativa**. São Paulo: Forense, 2001.

LETHBRIDGE, Eric. **Governança corporativa**. Revista do BNDES. Rio de Janeiro, v. 4, n.8, p. 209-231, dez. 1997.

LODI, João Bosco. **Conselho de Administração**. São Paulo: Pioneira, 1988.

LODI, João Bosco. **Governança Corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. 3 ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

NETO, Ramon Martinez R.; FAMÁ, Rubens. **As perspectivas para o mercado brasileiro: a governança tem valor? Porque migrar para o novo mercado**. Anais do Primeiro Encontro Brasileiro de Finanças. São Paulo, 2001.

OCDE. **Princípios de governança corporativa**. Disponível em <<http://www.oecd.org>>. Acesso em 25/02/2006

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo: USP, 2003. Dissertação de mestrado. Disponível em <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11122003-162833>> acesso em 15/01/2006.

PORTER, Michael E. **Estratégia competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência**. 7 ed. Rio de Janeiro: Campus, 1991.

POUND, J. A promessa da empresa governada. In: Harvard Business Review. **Experiências de governança corporativa**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

RABELO, Flávio. SILVEIRA, José Maria da. **Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras**. Texto para Discussão. IE/UNICAMP. Campinas, n.77, 25 p, jul.1999.

RAPPAPORT, Alfred. **Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores**. Atlas, 2001.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

ROSSETI, José Paschoal, ANDRADE, Adriana. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

SALMON, W.J. Prevenção de crises: como engrenar o conselho. In: Harvard Business Review. **Experiências de governança corporativa**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

SANTOS, H.M.; ALMEIDA, M.I.R. Governança Corporativa e estratégia organizacional: um estudo do funcionamento no contexto brasileiro. In: COSTA, B.K.; ALMEIDA, M.I.R. **Estratégia: perspectivas e aplicações**. São Paulo: Atlas, 2002.

SCHERER, André Luis Forti. **O modelo norte-americano de governança corporativa: gênese, instrumentos e consequências**. Ensaio FEE. Porto Alegre, v. 24, n.2, 2003.

SIFFERT FILHO, Nelson. **Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90**. Revista do BNDES. Rio de Janeiro, v. 5, n. 9, p.123-146, 1998.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: USP, 2002. 152 f. Dissertação de mestrado. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056>> Acesso em 21/02/2006.

SILVEIRA, A. **Qualidade da governança corporativa no Brasil e os fatores que a determinam**. XXVIII ENANPAD. Curitiba, Enanpad, 2004.

STEINBERG, Herbert et al. **A dimensão humana da governança corporativa: pessoas criam as melhores e piores práticas**. São Paulo: Editora Gente, 2003.

VALADARES, Sílvia. **Estrutura de controle e propriedade de empresas brasileiras**. In: BONOMO, Marco (Org.). **Finanças aplicadas ao Brasil**. Rio de Janeiro: FGV, 2002.